

投資環境レポート

2021 年 4 月

本資料は 2021 年 4 月 6 日時点での利用可能な情報をもとに作成しています。



【目次】

経済見通し	1
1. 日本経済	2
2. 米国経済	5
3. 欧州経済	8
4. 中国経済	10
5. (参考) 資源関連および英国、オーストラリア、カナダ、新興国経済...	11
市場見通し	16
1. 債券	16
1-1. 国内債券	16
1-2. 米国債券	18
1-3. ユーロ圏債券	18
2. 株式	21
2-1. 国内株式	21
2-2. 外国株式	24
3. 為替	26
3-1. ドル円	26
3-2. ユーロドル	26
4. 市場見通し(まとめ)	28
【参考】 当面の主要な政治・経済カレンダー	30

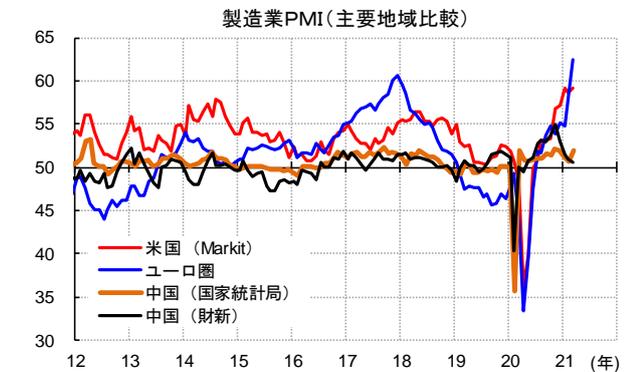
経済見通し

【世界経済実質成長率見通し】

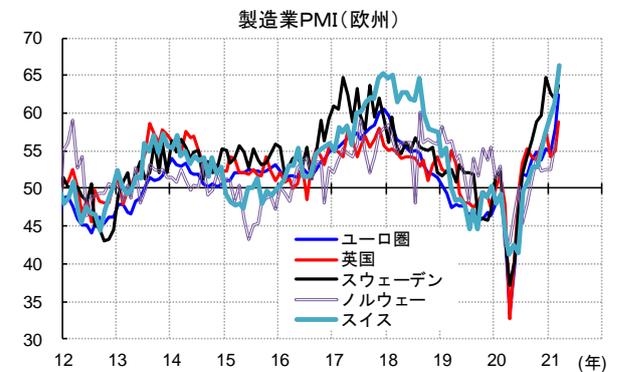
	IMF見通し			四半期実績		
	20年	21年	22年	20年 4-6月	20年 7-9月	20年 10-12月
世界全体	▲ 3.5	5.5	4.2			
先進国	▲ 4.9	4.3	3.1			
アメリカ	▲ 3.4	5.1	2.5	▲ 9.0	▲ 2.8	▲ 2.4
日本	▲ 5.1	3.1	2.4	▲ 10.3	▲ 5.8	▲ 1.4
英国	▲ 10.0	4.5	5.0	▲ 21.4	▲ 8.5	▲ 7.3
ユーロ圏	▲ 7.2	4.2	3.6	▲ 14.6	▲ 4.2	▲ 4.9
ドイツ	▲ 5.4	3.5	3.1	▲ 11.3	▲ 3.9	▲ 2.7
フランス	▲ 9.0	5.5	4.1	▲ 18.6	▲ 3.7	▲ 4.9
イタリア	▲ 9.2	3.0	3.6	▲ 18.2	▲ 5.1	▲ 6.6
スペイン	▲ 11.1	5.9	4.7	▲ 21.6	▲ 8.6	▲ 8.9
カナダ	▲ 5.5	3.6	4.1	▲ 12.7	▲ 5.3	▲ 3.2
新興国	▲ 2.4	6.3	5.0			
ブラジル	▲ 4.5	3.6	2.6	▲ 10.9	▲ 3.9	▲ 1.1
ロシア	▲ 3.6	3.0	3.9	▲ 7.8	▲ 3.5	▲ 1.8
インド	▲ 8.0	11.5	6.8	▲ 24.4	▲ 7.3	0.4
中国	2.3	8.1	5.6	3.2	4.9	6.5
ASEAN5	▲ 3.7	5.2	6.0	▲ 8.7	▲ 4.1	▲ 2.6

注: (1) IMF見通しは、2021年1月時点。2021年、2022年いずれも予測。(2) ASEAN5はインドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。
出所: IMF World Economic Outlook、BloombergよりTDAM作成

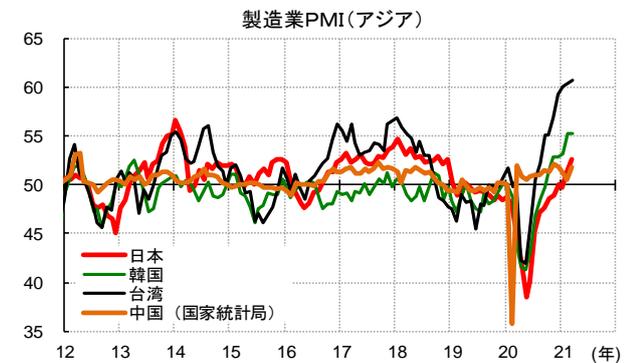
【世界製造業景況感の推移】



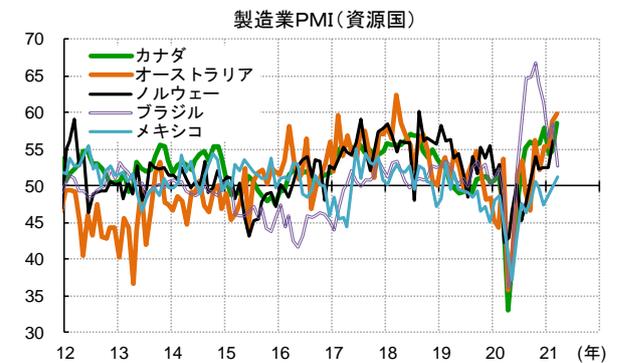
出所: BloombergよりTDAM作成



出所: BloombergよりTDAM作成



出所: BloombergよりTDAM作成



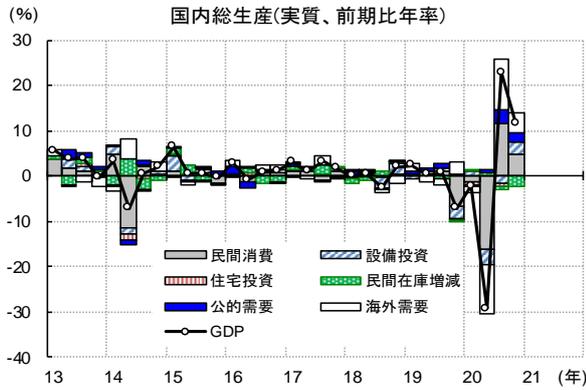
出所: BloombergよりTDAM作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

1. 日本経済

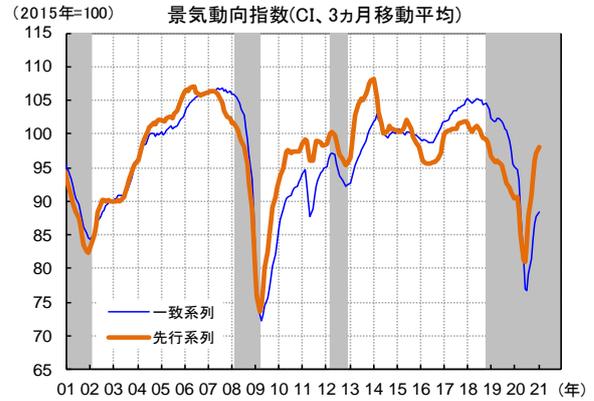
他の先進国に比べてワクチン普及動向は遅々としているものの、次第に普及し景気を下支えする見込み。

10-12月期GDP成長率は、Go to 政策なども寄与し前期比年率 11.7%増



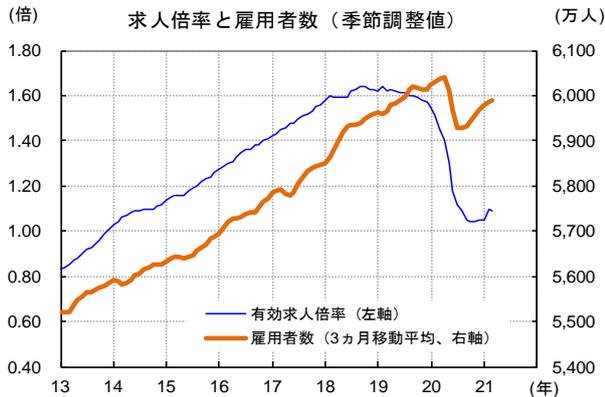
出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

ワクチンへの期待も手伝って上昇傾向



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。
 出所: 内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

有効求人倍率は改善の兆しがみられるものの、未だ不芳(ふほう)な状況



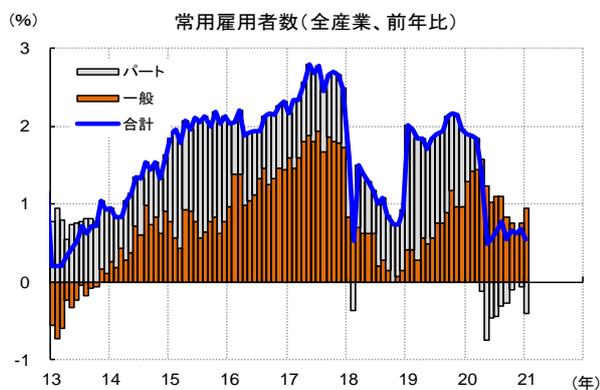
出所: 総務省、厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

名目総賃金は前年割れの水準



出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

常用雇用者数全体は前年比プラス圏も、パートは前年比マイナス圏



出所: 厚生労働省、Bloomberg より TDAM 作成

消費者態度指数は足許で改善



出所: 日本銀行、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

街角景気見通しは、全項目で改善



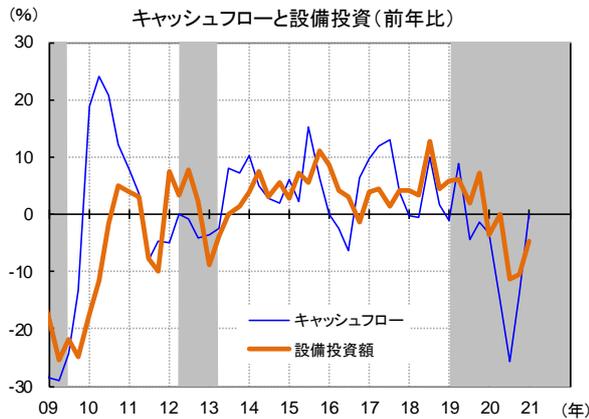
出所: 内閣府、BloombergよりTDAM作成

住宅着工戸数は低水準で推移



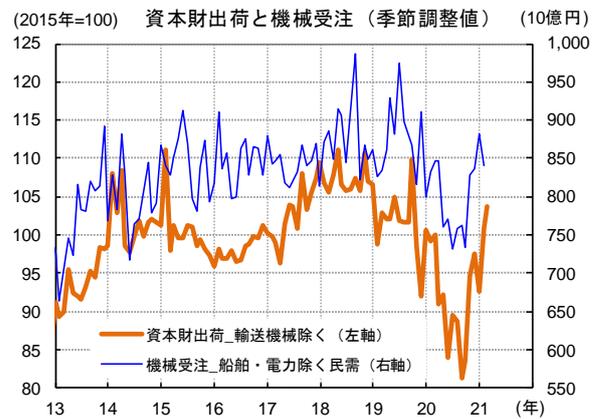
出所: 内閣府、国土交通省、BloombergよりTDAM作成

設備投資額(前年比)は市場予想に満たない程度の改善



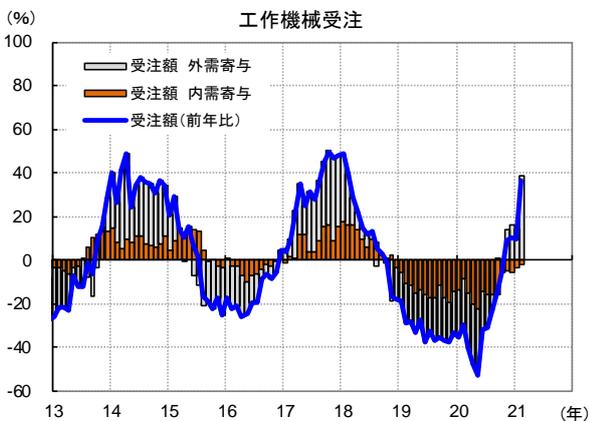
注: キャッシュフロー=経常利益(税金相当50%控除)+減価償却費。
グレー部分は景気後退期をあらわす。
出所: 財務省、FACTSETよりTDAM作成

資本財出荷は改善傾向



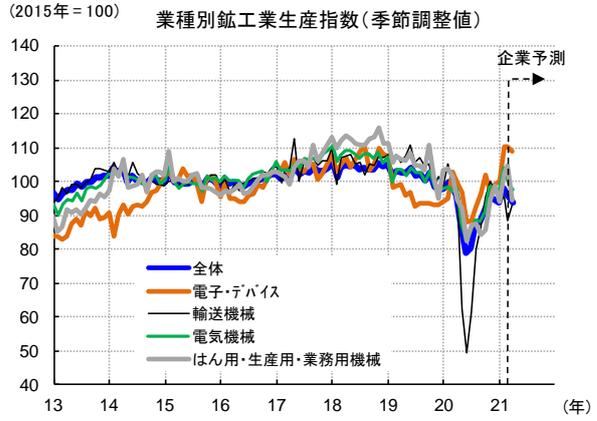
出所: 内閣府、経済産業省、BloombergよりTDAM作成

工作機械受注(前年比)は外需が牽引役



出所: 日本工作機械工業会、BloombergよりTDAM作成

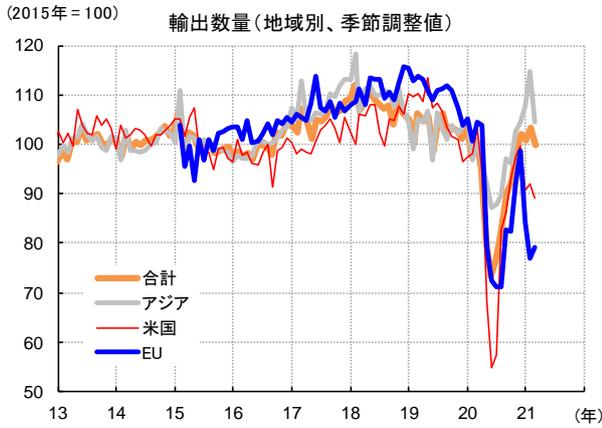
電子デバイスなどは堅調な見通し



出所: 経済産業省、BloombergよりTDAM作成

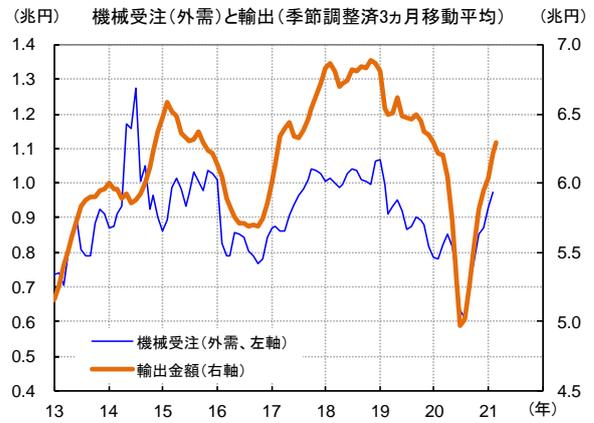
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

地域ごとにばらつきが見られる状況



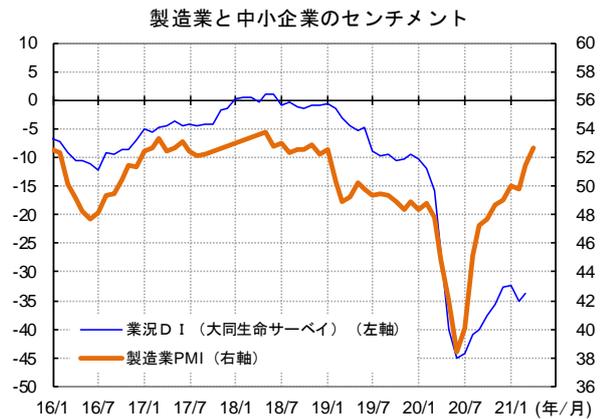
出所: 財務省、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

輸出金額や外需は回復基調



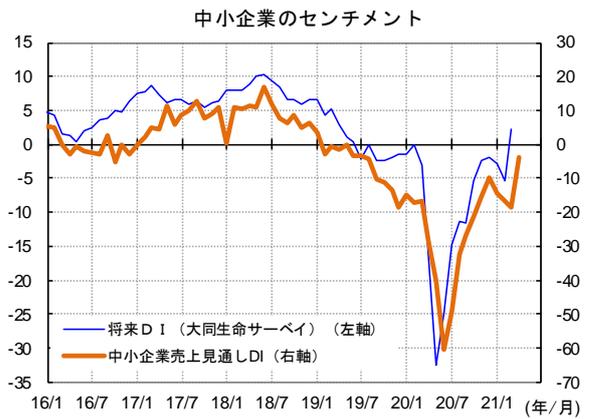
出所: 財務省、内閣府、Bloomberg より TDAM 作成

製造業 PMI は節目の 50 を上回って改善



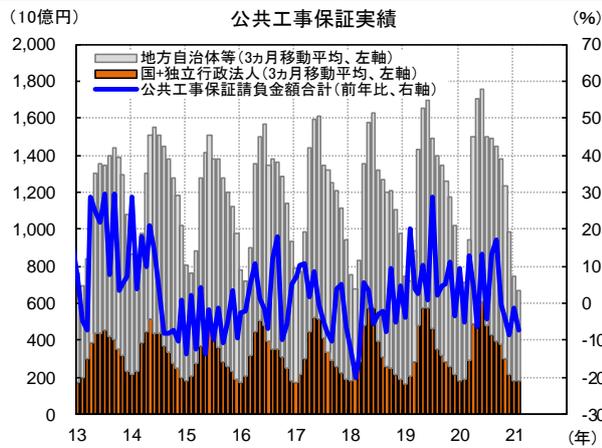
出所: 大同生命サーベイ(2021年2月)、マークイット、Bloomberg より TDAM 作成

中小企業のセンチメントは持ち直し



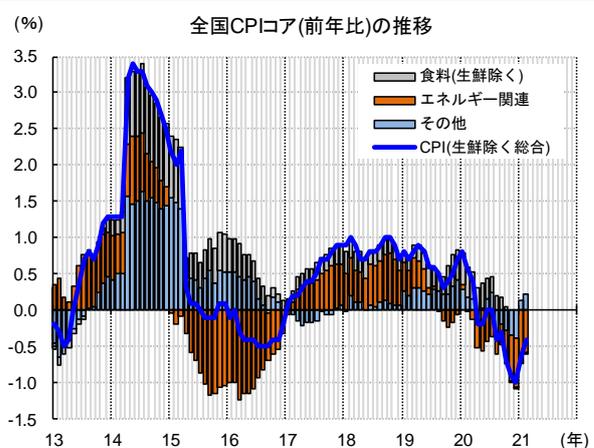
出所: 大同生命サーベイ(2021年2月)、日本政策金融公庫、Bloomberg より TDAM 作成

今後増加が予想される公共投資



出所: 公共工事前払金保証統計より TDAM 作成

CPI(生鮮除く総合)の前年比はマイナス 0.4%



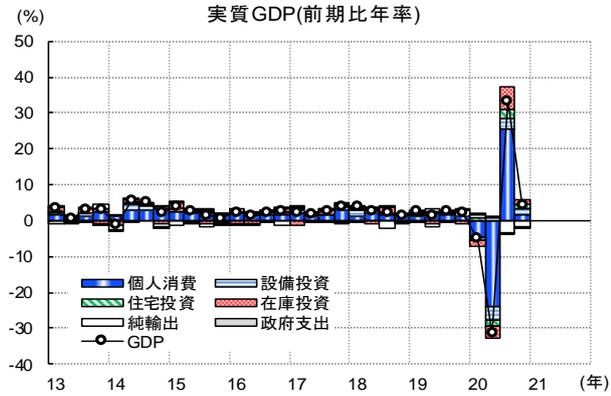
出所: 総務省、Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

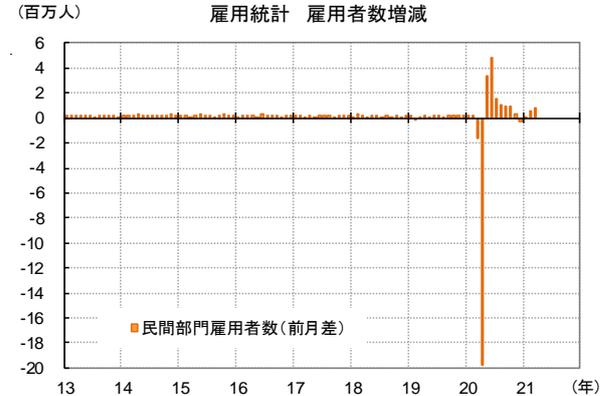
2. 米国経済

新型コロナウイルスのワクチン普及に伴う経済正常化期待に加え、経済対策が景気を下支えする見込み。

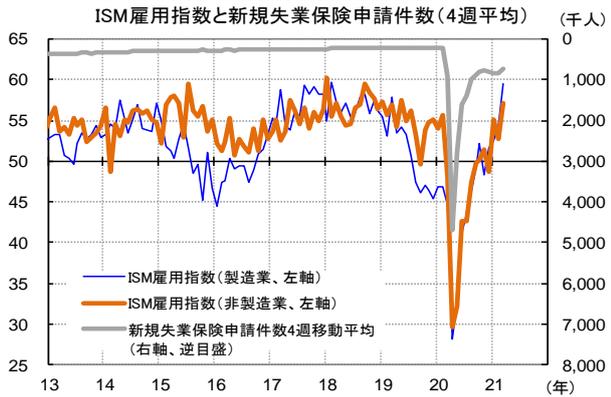
経済成長率: 10-12 月期GDP成長率は設備投資や家計消費に支えられ 4.3%増



労働市場: 今後も改善傾向が続く模様



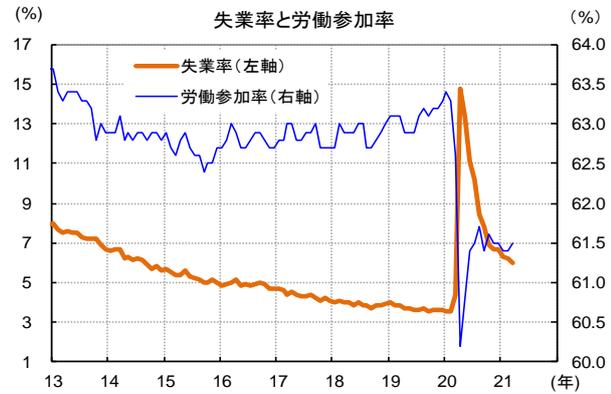
雇用環境: 製造業では回復が鮮明



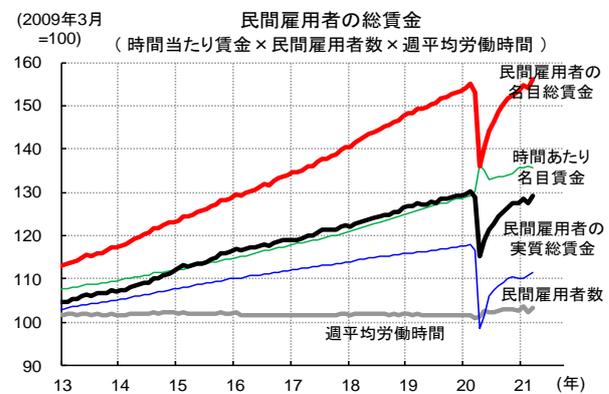
雇用環境: 消費者の雇用市場に対する見方は次第に回復する見通し



雇用環境: 労働参加率は引き続き低調

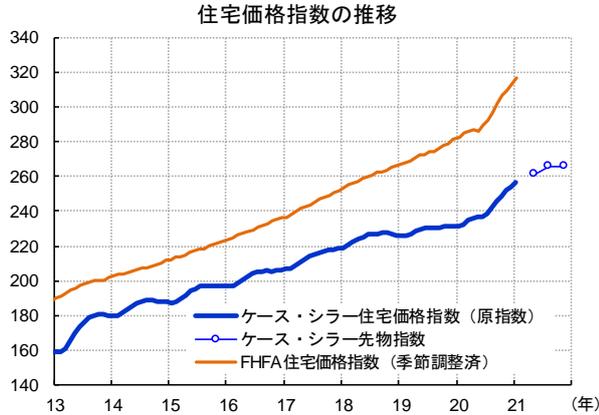


労働市場: 雇用所得環境は大幅悪化後の改善途上



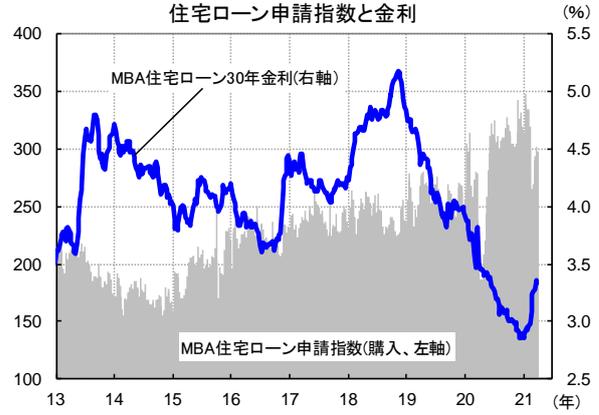
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

住宅市場: 先物価格は価格上昇を示唆



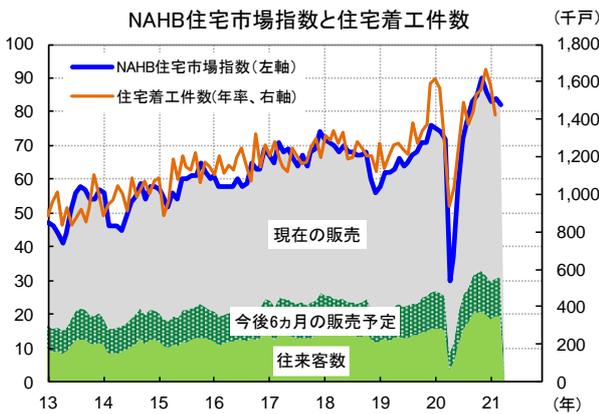
注: FHFA(米連邦住宅金融局)
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 金利上昇ありながらも申請指数は回復



注: MBA(全米抵当貸付銀行協会)
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: NAHB 住宅指数は資材価格高騰が重し



注: NAHB(全米住宅建設業者協会)
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅市場: 新築・中古とも住宅販売件数は、寒波の影響で落ち込み



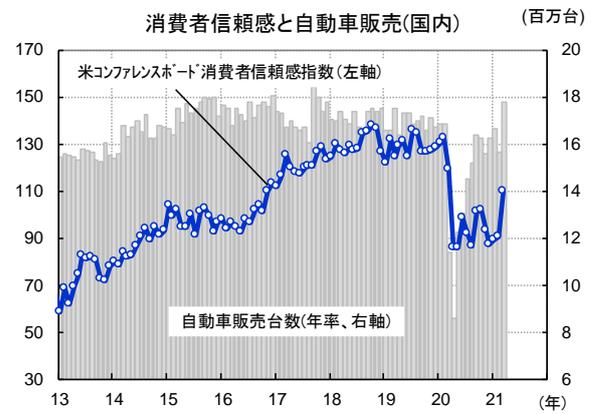
出所: Bloomberg より TDAM 作成

個人消費: ガソリン小売価格は上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

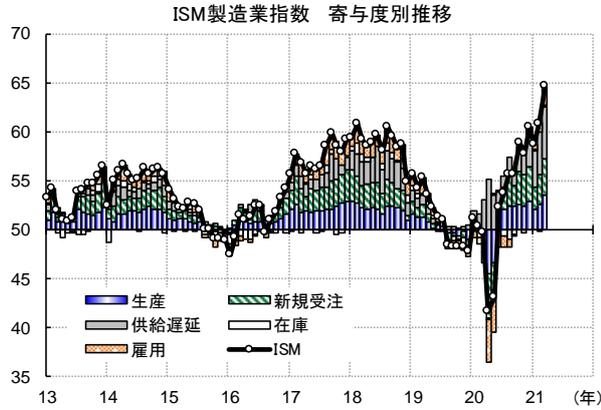
個人消費: 自動車販売台数(3月)は18百万台に迫る勢い



注: 米コンファレンスボード(全米産業審議会。米国の経済団体、労働組合などで構成する非営利の民間調査機関)。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

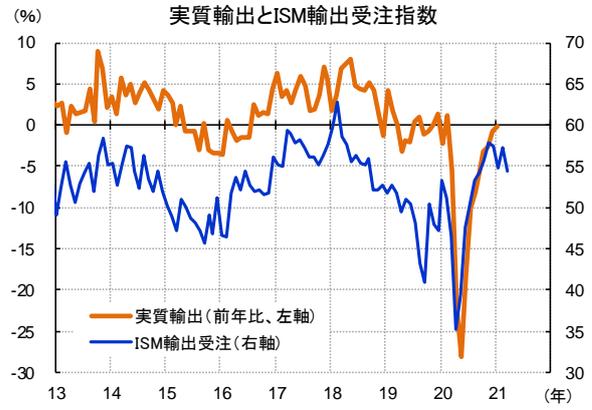
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

企業活動: ISM 製造業指数(3月)は37年ぶり高水準



出所: Bloomberg より TDAM 作成

輸出: ISM 輸出受注は足許は低下しつつも高水準



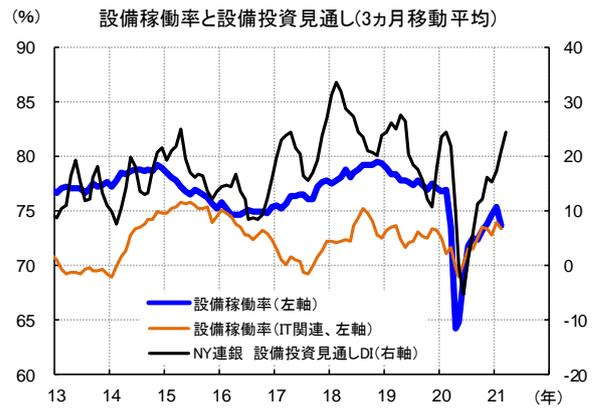
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: GDPの設備投資項目は堅調



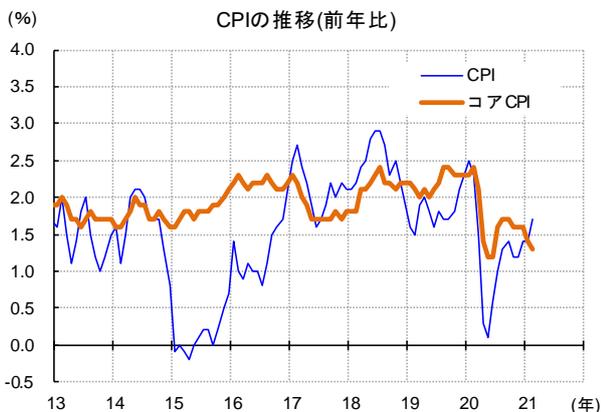
出所: Bloomberg より TDAM 作成

設備投資: 設備稼働率の落ち込みは寒波による一時的なものの可能性



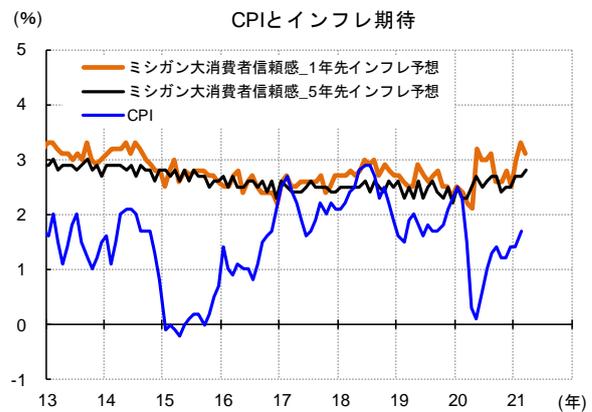
出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: コアCPI(前年比)は1.3%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 1年先のインフレ予想は3.1%



出所: Bloomberg より TDAM 作成

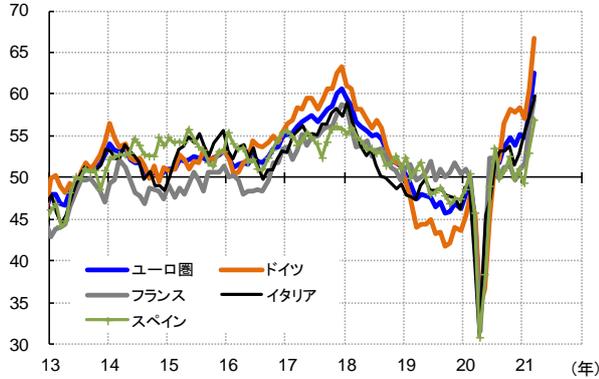
【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

3. 欧州経済

新型コロナウイルスの感染が引き続き一部経済活動の重しとなりつつも、次第に回復する見込み。

企業景況感: ドイツを中心に堅調な動き

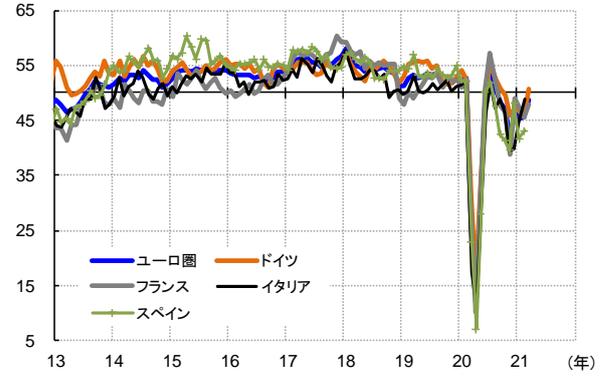
製造業PMI(購買担当者指数)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業景況感: サービス業は回復しつつも製造業に見劣り

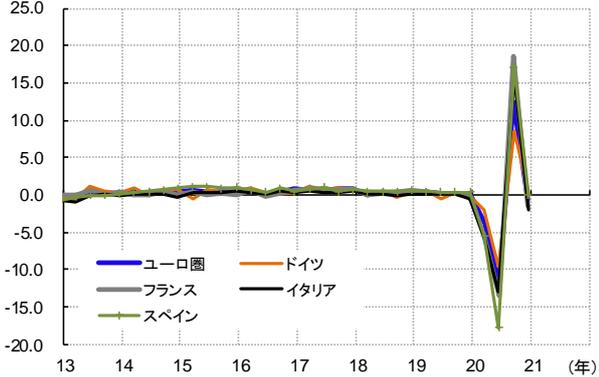
サービス業PMI(購買担当者指数)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 4Q のユーロ圏GDP成長率は再びマイナス圏

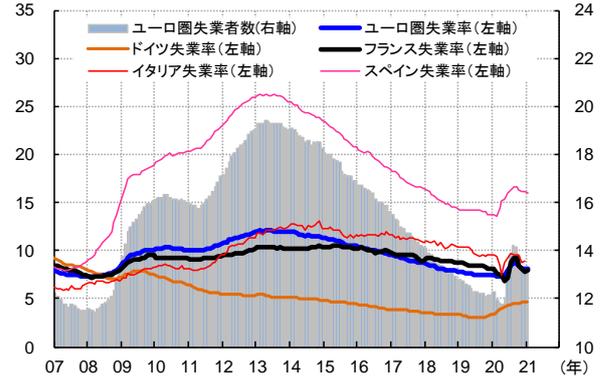
各国実質GDP成長率(前期比)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 総じて緩やかながらも回復基調

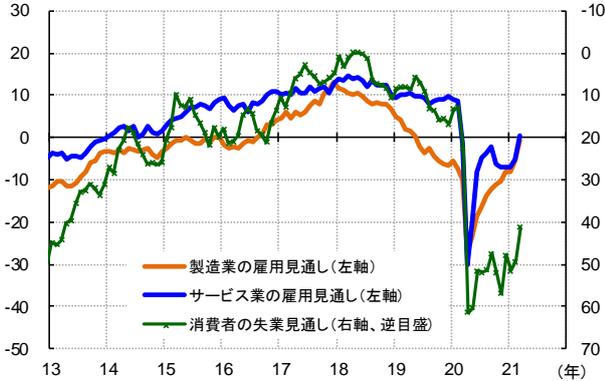
ユーロ圏 失業者数と失業率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

雇用: 消費者の雇用に対するセンチメントは回復しつつも低水準

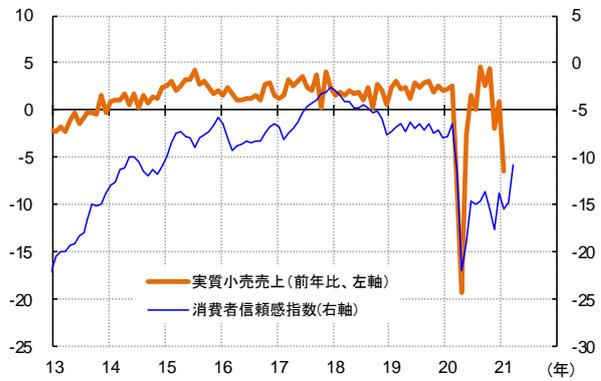
ユーロ圏の雇用信頼感指数



出所: Bloomberg より TDAM 作成

消費: 消費者信頼感は回復しつつも、感染動向によって先行きは不透明

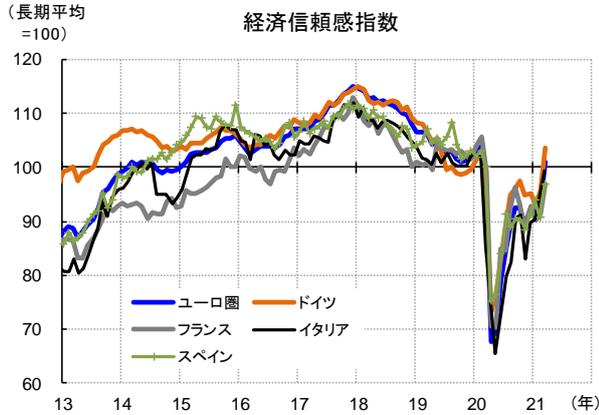
ユーロ圏消費者信頼感指数と実質小売売上



出所: Bloomberg より TDAM 作成

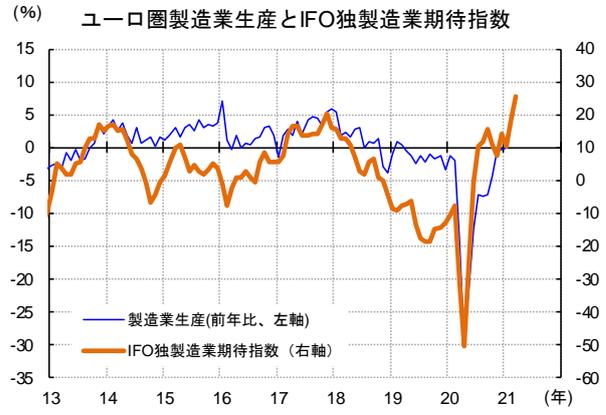
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

景況感指数: ユーロ圏の景況感は持ち直し



注: 長期平均=1990年~2016年
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

企業活動: 期待指数は足許で上昇



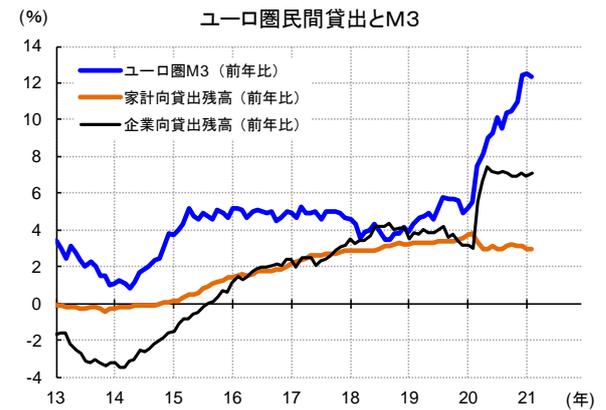
出所: Bloomberg より TDAM 作成

金融: ECBの総資産規模は拡大基調



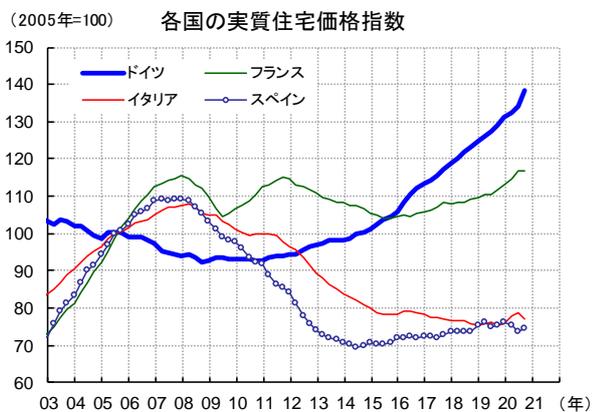
出所: Bloomberg より TDAM 作成

信用: M3は前年比12%を超える伸び



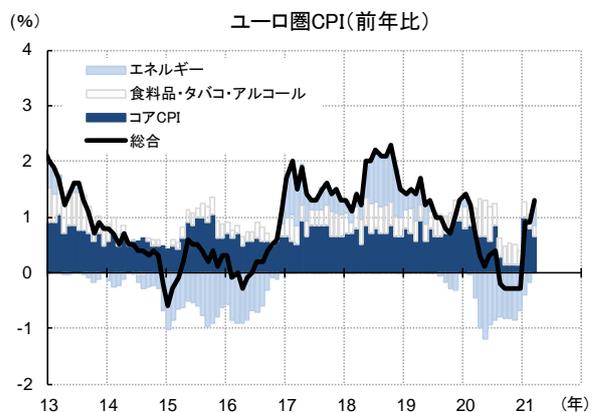
出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅価格: ドイツの住宅価格は依然として上昇傾向



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: 3月の総合CPI(前年比)は特殊要因もあり1.3%



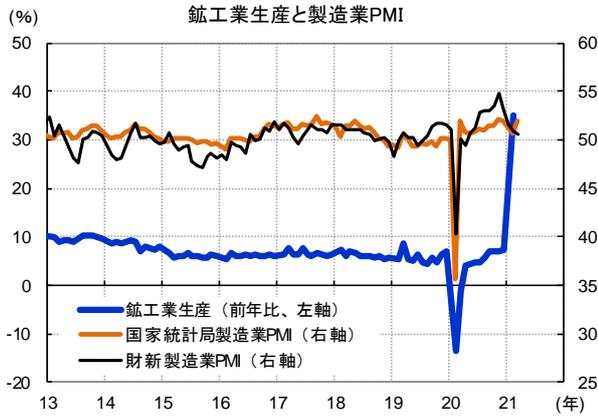
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

4. 中国経済

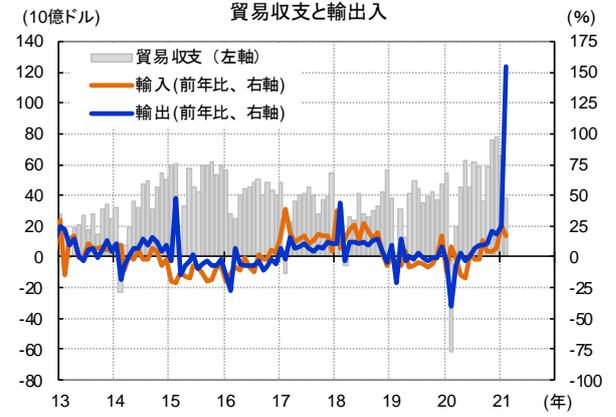
比較的堅調に推移と予想しつつも、米欧との関係が経済に影響を及ぼさないか注意。

景況感: 発表元によりやや差異がありつつも、比較的軟調



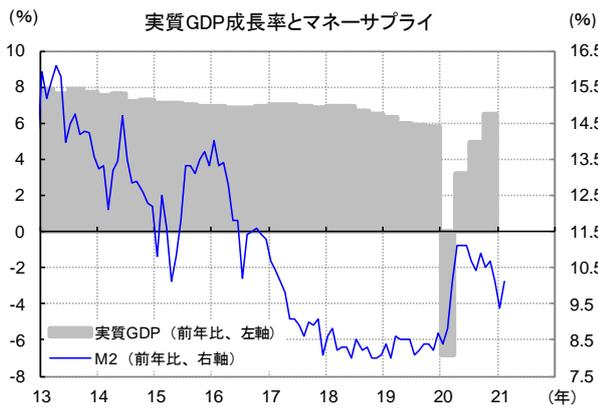
出所: Bloomberg より TDAM 作成

貿易: 輸出は前年の落ち込みも影響して、前年比 150%を超える伸び



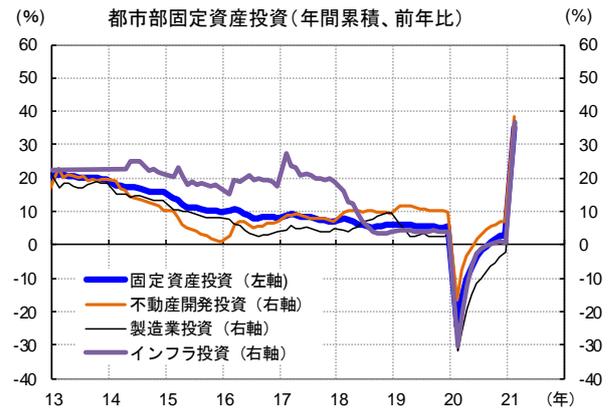
出所: Bloomberg より TDAM 作成

経済成長率: 次第に改善する見通し



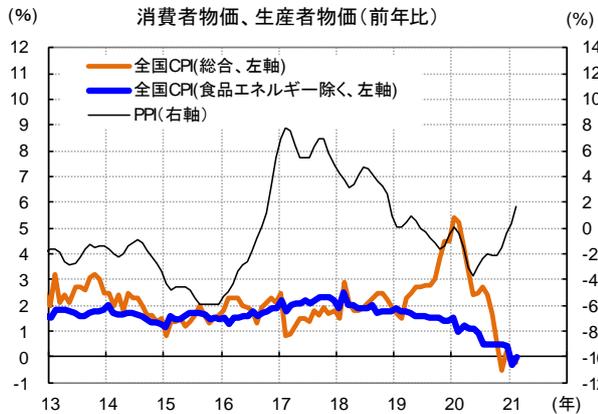
出所: Bloomberg より TDAM 作成

投資: 前年の落ち込みの反動もあり総じて大幅な伸び



出所: Bloomberg より TDAM 作成

物価: CPIは緩やかな動きであるもののPPIが加速気味



出所: Bloomberg より TDAM 作成

住宅: 住宅価格は比較的安定した状態



出所: Bloomberg より TDAM 作成

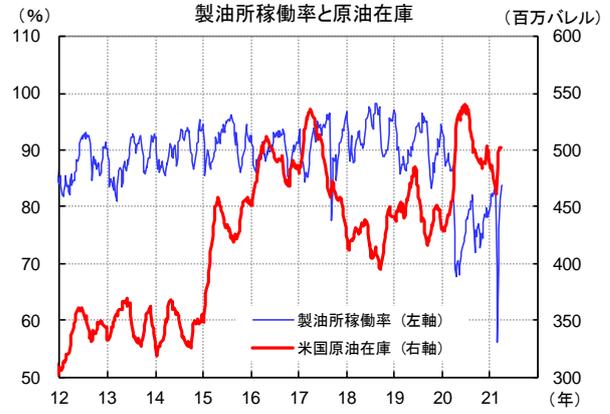
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

5. (参考) 資源関連および英国、オーストラリア、カナダ、新興国経済

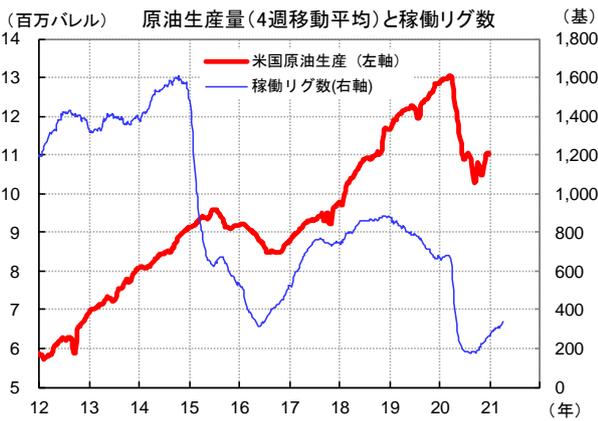
(1) 資源関連



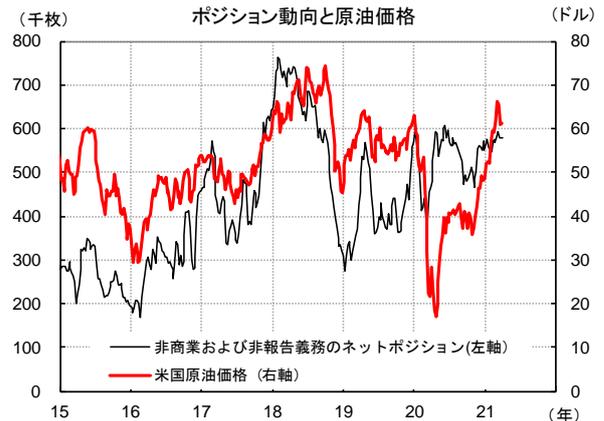
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

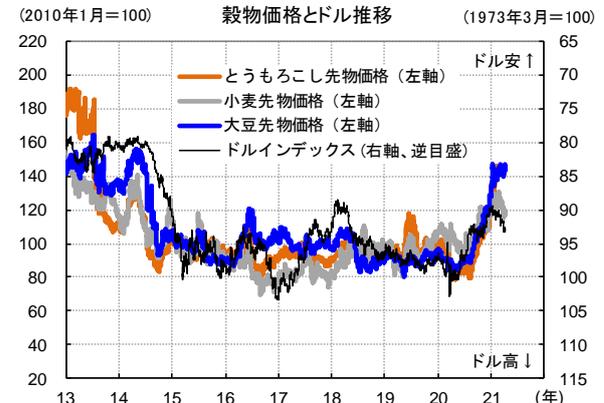


出所: Bloomberg より TDAM 作成



注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

出所: Bloomberg より TDAM 作成

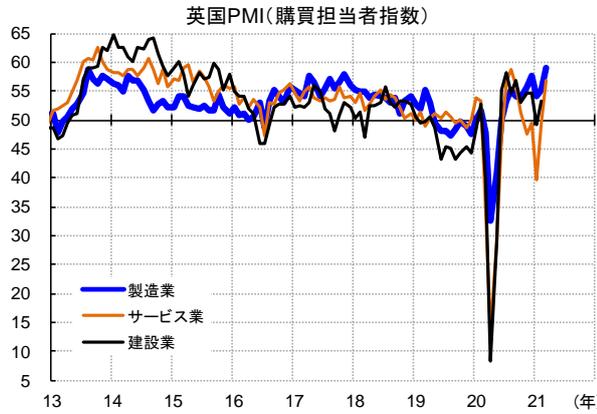


注: ドルインデックスとはドルと主要な国際通貨の為替レートを加重平均して指標化したもの。(比率はユーロ 57.6%、円 13.6%、英ポンド 11.9%、カナダドル 9.1%、スウェーデンクローナ 4.2%、スイスフラン 3.6%。)

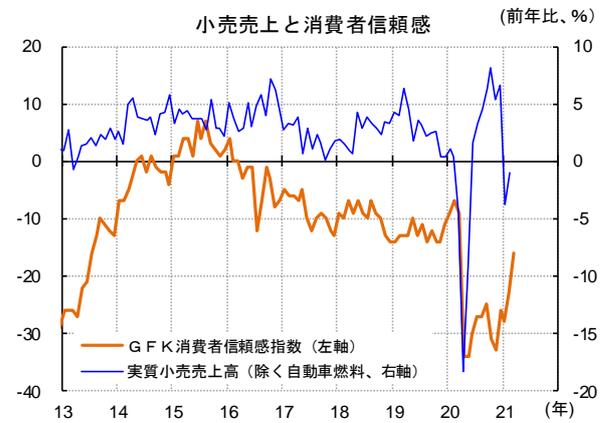
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

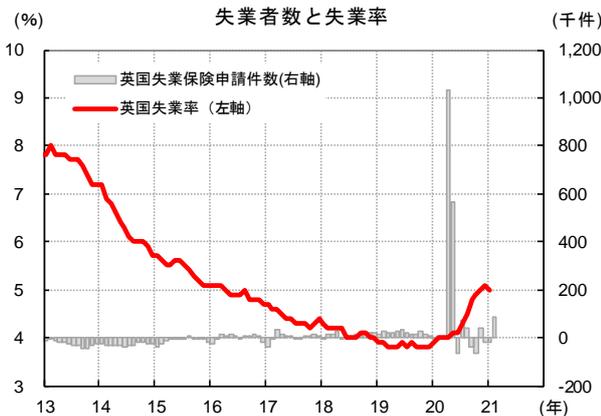
(2) 英国経済



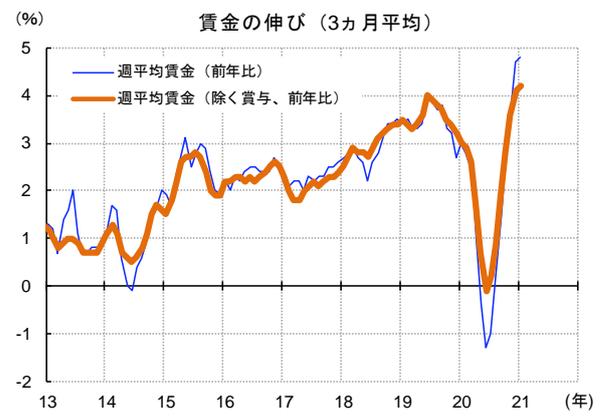
出所: Bloomberg より TDAM 作成



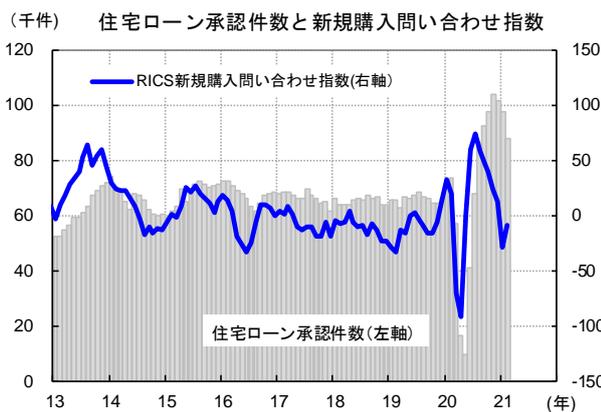
出所: Bloomberg より TDAM 作成



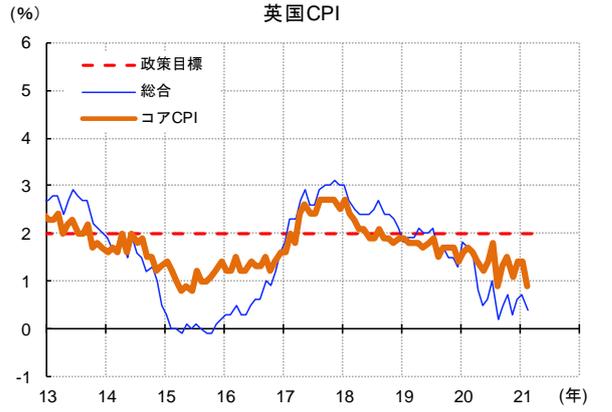
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



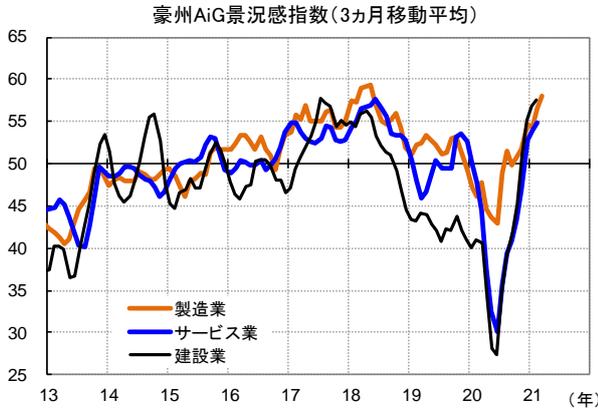
出所: Bloomberg より TDAM 作成



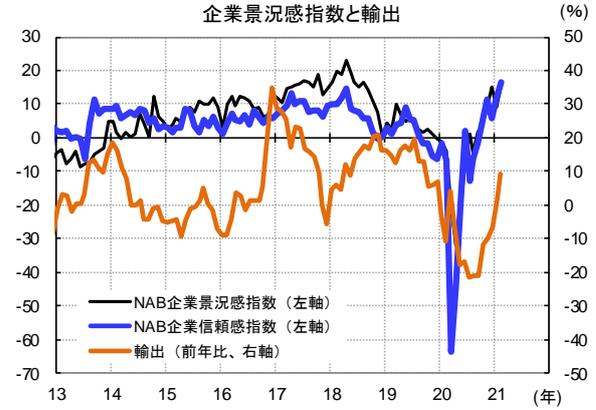
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

(3) オーストラリア経済



注: AiG(豪州産業グループ)
 出所: Bloomberg より TDAM 作成



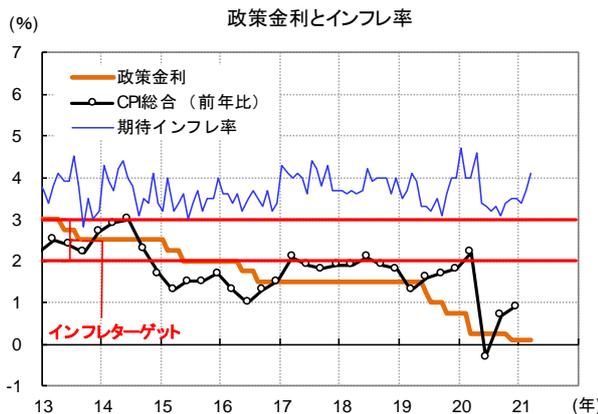
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

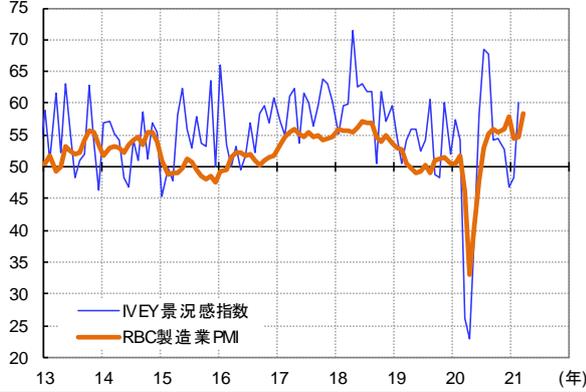


出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

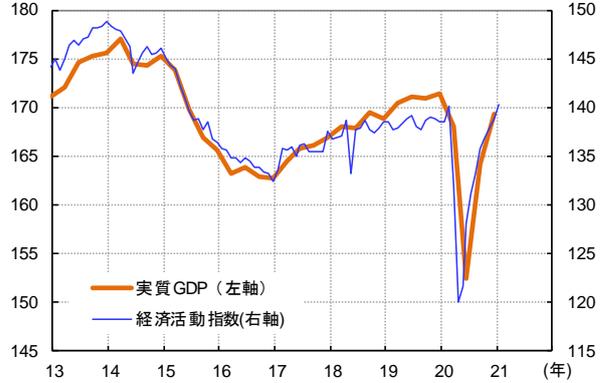
(4) カナダ・ブラジル経済

カナダ製造業PMI



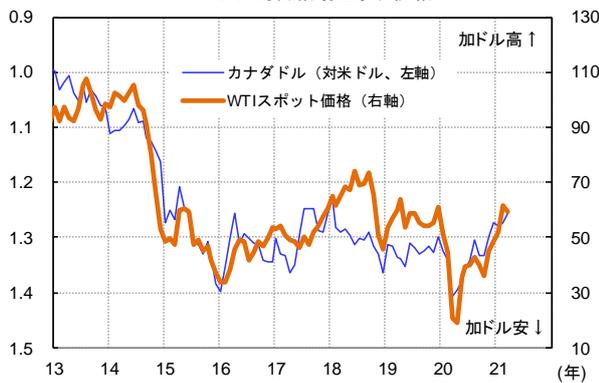
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(1995年=100) ブラジル実質GDPと経済活動指数 (2002年=100)



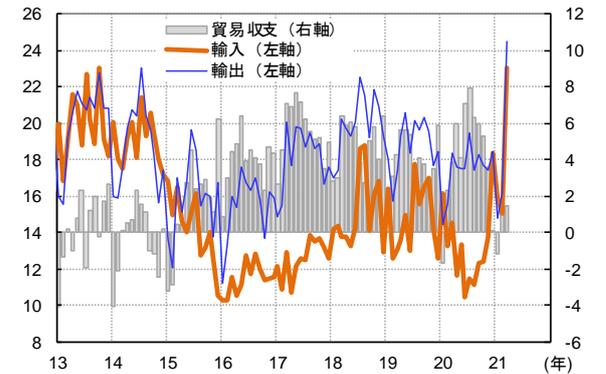
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(加ドル/米ドル) カナダ為替相場と原油価格 (米ドル/バレル)



出所: Bloomberg より TDAM 作成

(10億ドル) ブラジル貿易収支と輸出入 (10億ドル)



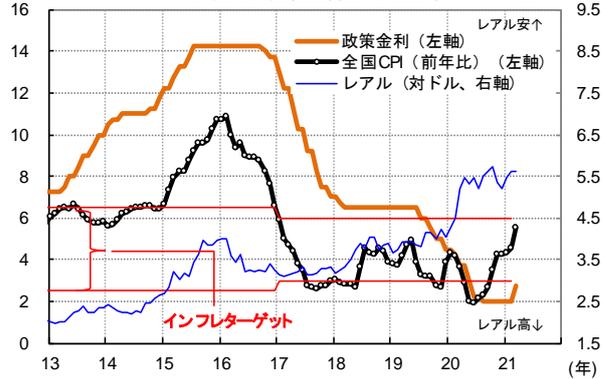
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(%) カナダ政策金利とインフレ率



出所: Bloomberg より TDAM 作成

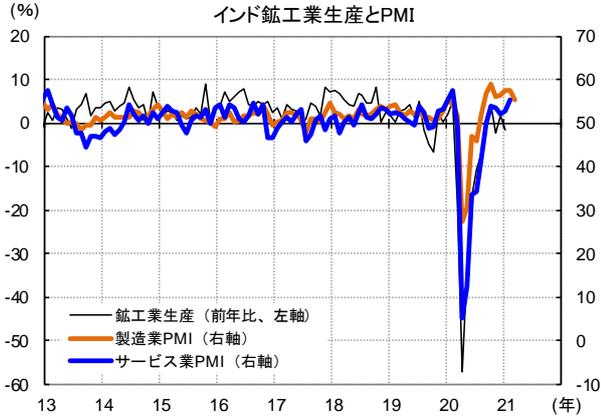
(%) ブラジル政策金利とインフレ率 (リアル/ドル)



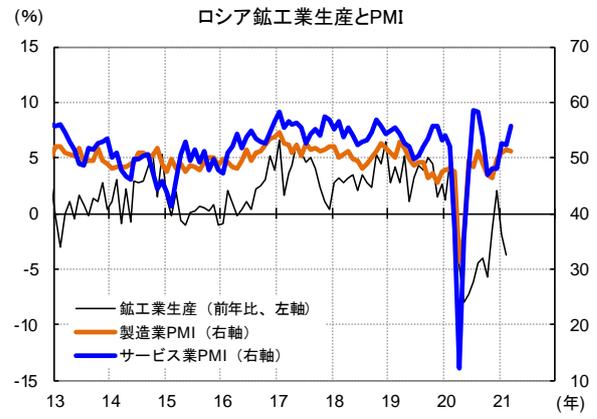
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

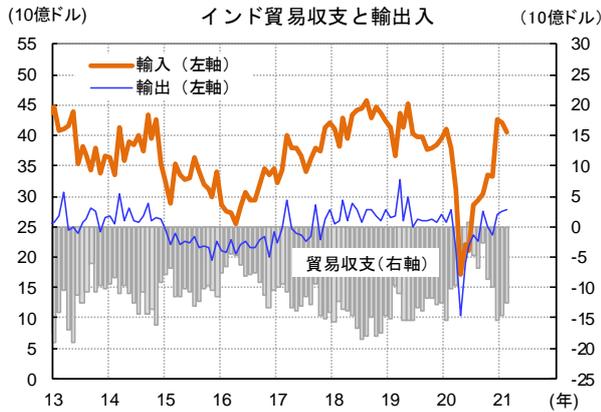
(5) インド経済・ロシア経済



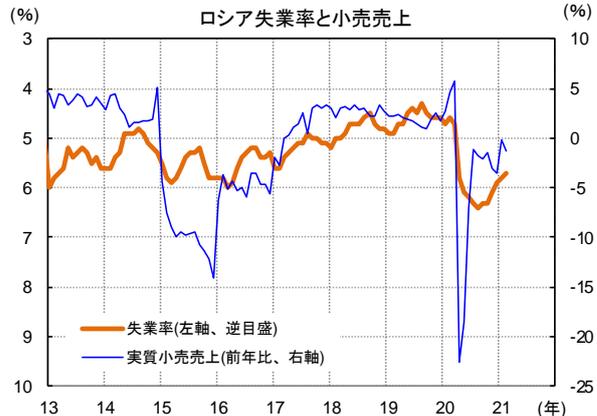
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



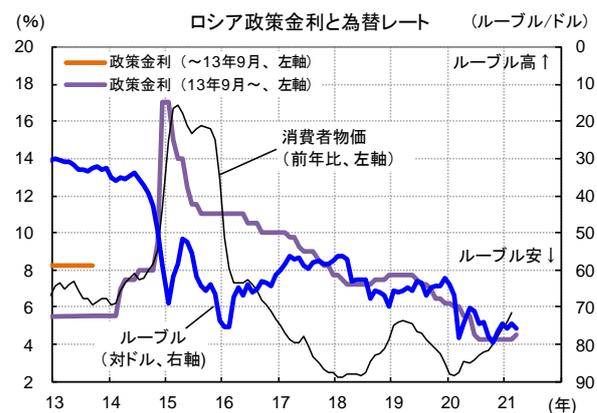
出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成



出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

市場見通し

1. 債券

1-1. 国内債券

日銀の「点検」が終了し、引き続きイールドカーブ・コントロール政策により、現行水準での横ばい推移が続く見通し。

○ 金融政策について

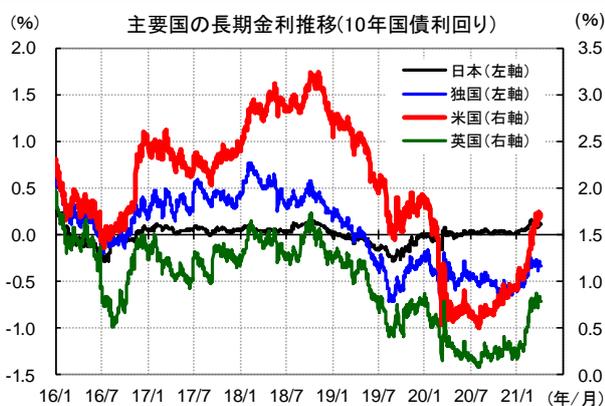
日銀は3月18～19日に金融政策決定会合を行い、金融政策の各種変更を公表するとともに、市場参加者の関心を集めていた金融政策の点検結果を公表した。短期金利をマイナス0.1%、長期金利を0%程度に誘導する長短金利操作(イールドカーブ・コントロール)を維持しつつも、長期金利の変動幅について「±0.25%程度」と明確化された。従前は黒田総裁の発言などから0.2%程度とされていたが、変動幅がやや拡大しそして声明文に示される形となった。「下限については、日々の動きの中で金利が一時的に下回るような場合に、そうした動きに厳格には対応しない。」と下振れについては許容する姿勢を見せており、上下非対称という印象を与えている。さらに、必要な場合に強力に金利の上限を画すため、「連続指値オペ制度」を導入することも明らかにした。リフレ派への配慮とも受け止められる。総じて緩和色の強い変更と言えよう。もっとも、その後公表された4月国債買い入れ予定では、幅広い年限で減額され、市場の動揺を誘った。日銀の姿勢を市場が探る形となった。

ETF購入については、年間約12兆円という上限は維持しつつも、原則年6兆円の目安については削除された。高値圏にありながらもETF購入を行うことで市場機能を低下させるとの懸念が一部市場参加者より指摘されていたことへの対応とも見受けられる。加えて、購入するETFをTOPIXに連動するものに限定することとした。これはかねてより指摘されていた「特定企業への投資偏重」といった問題に対処するものである。発表後に株価は軟調に推移する場面も見られ、緩和色の後退が指摘された。その後公表された「主な意見」においては、「金融緩和の後退と誤解されないように注意が必要である」との意見もみられたが、皮肉にもそうした誤解を生じる形となった。もっとも、次第にそうした誤解も解かれよう。

○ 長期金利

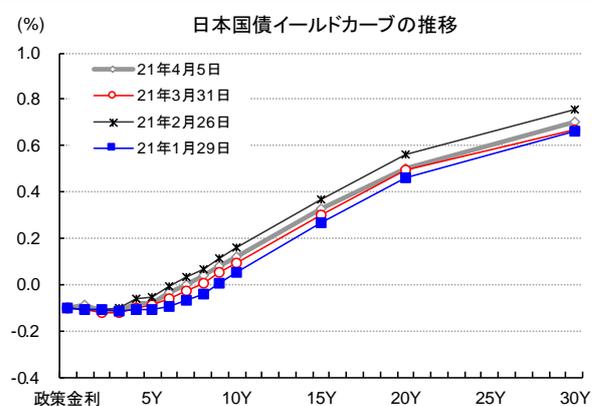
日本の長期金利は、3月の「点検」において長期金利の変動幅をめぐる観測報道を受けて、やや乱高下する場面も見られた。しかし、金融政策の各種変更は見られつつも、イールドカーブ・コントロール政策という大枠が継続されるという理解が広まり金利は低下方向に転じた。今回の「点検」のタイミングが、米国の長期金利上昇懸念の渦中にあったことも影響してか、長期金利の変動幅拡大というメッセージよりも、上限0.25%を超えさせないというメッセージのほうが強く伝わった印象がある。その後、買い入れオペの減額が市場の動揺を誘った面はあるが、今後は日銀の真意を探りつつ、次第に低位安定の推移となるだろう。

日銀の「点検」を巡り、一時は乱高下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

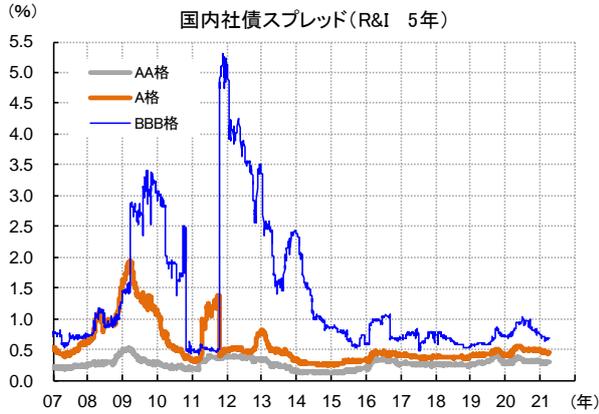
日本国債金利は長期ゾーンから超長期ゾーンが低下



出所: Bloomberg より TDAM 作成

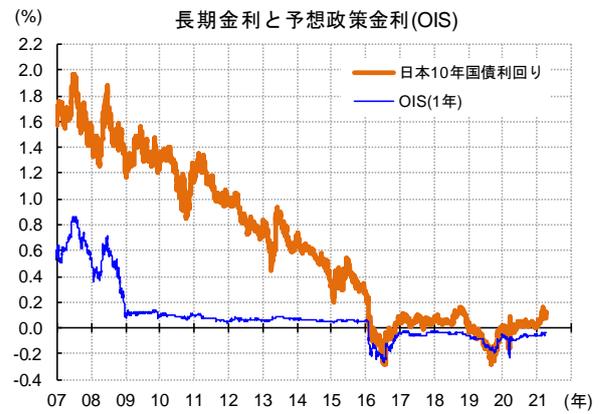
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

社債スプレッドは BBB 格が拡大した後、足許で縮小



出所: Bloomberg より TDAM 作成

足許、OIS はマイナス圏で横ばい推移



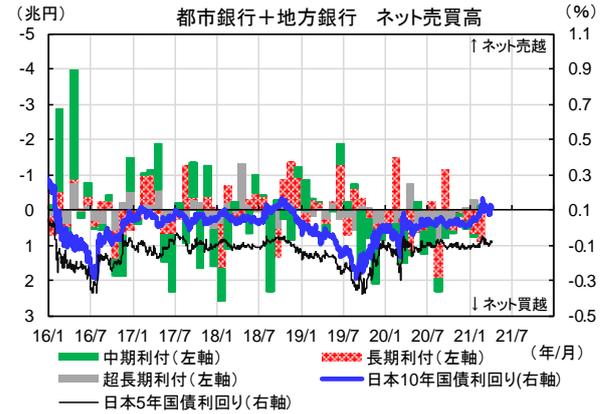
注: OIS(オーバーナイトインデックススワップの略。市場参加者の政策金利予想を反映している。)
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

長期の期待インフレ率(BEI)は、足許で上昇



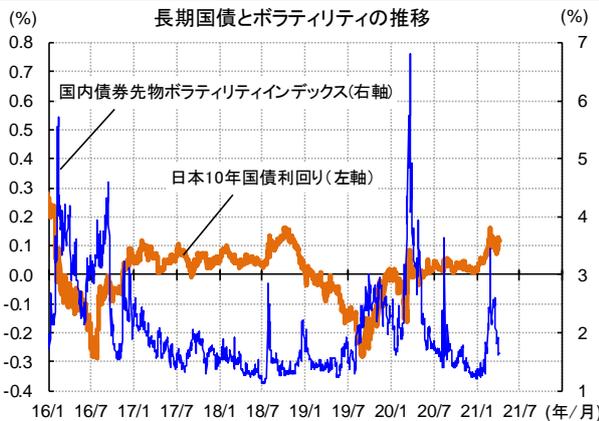
出所: Bloomberg より TDAM 作成

2 月は銀行が長期利付債を買い越し



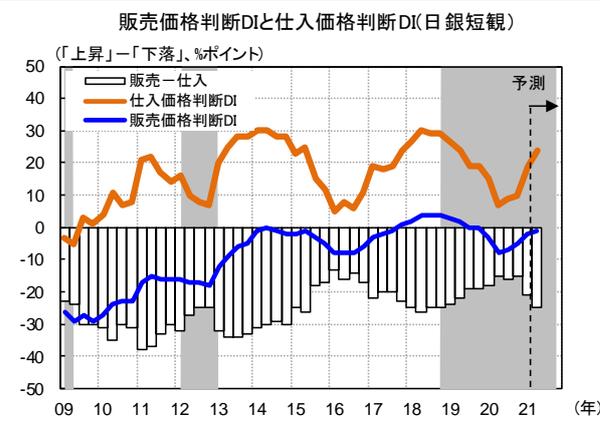
注: 割引国債及び国庫短期除く
 出所: 日本証券業協会、Bloomberg より TDAM 作成

ボラティリティインデックスは大きく上昇後に低下



出所: 日本銀行、Bloomberg より TDAM 作成

仕入価格 DI の伸びが販売価格 DI の伸びを上回る状況



注: グレー部分は景気後退期をあらわす。
 出所: 日本銀行、Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

1-2. 米国債券

米国経済持ち直しと物価上昇圧力から長期金利は緩やかに上昇する見込み。

○ 金融政策について

3月16～17日に行われたFOMC(連邦公開市場委員会)では、FF金利は0～0.25%で据え置かれた。資産買い入れについても特段の変更が見られなかった。米国債を月800億ドル、住宅ローン担保証券(MBS)を月400億ドルのペースで買い入れる。市場参加者の注目を集めていた「ドット・チャート」(FOMCメンバーの見通し)に関しては、2021年中に利上げを予想するメンバーは引き続き0人であるが、2022年中は4人、2023年中は9人と前回と比べて増えている。もっともこれでも大方のメンバーは2023年末ですら現行の政策金利から変わっていないと予想している。

経済見通しに関しては、GDP成長率、PCE(個人消費支出)デフレーターとも2023年まで概ね長期見通しを超える水準で推移する予想となっている。また、失業率については2021年の10～12月期平均が4.5%と長期見通しの4.0%を超えているが、前回の予想5.0%から相応の上方修正がなされている。2022年が3.9%、2023年は3.5%と低下していくことが予想されている。当面は緩和姿勢を後退させないと予想するが、長期的には視野に入れておく必要があるとみている。

○ 長期金利

米国長期金利は、昨年後半以降、段階的に水準を切り上げてきた。今年に入ってから、総額1.9兆ドルの経済対策がもたらす米国経済の堅調さと国債増発懸念が金利上昇を加速させてきた。そして、インフラ計画も同様に金利上昇圧力として寄与している。米国の経済指標は、総じてみれば堅調である。2月に一部軟調な場面もみられた小売や生産、住宅関連の指標については寒波の影響による一時的な落ち込みとも考えられる。次第に回復に向かうだろう。もっともこれまでの金利上昇ペースが相応であったことから、今後はペースが緩やかになるかと思われるが、基本的には上昇基調を辿るとみている。

1-3. ユーロ圏債券

ECB(欧州中央銀行)のハト派姿勢が重しとなりつつも、米国金利上昇の影響もあり、長期金利は緩やかな上昇を予想。

○ 金融政策について

3月11日に定例理事会を開催し、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の買い入れを大幅に拡大すると表明した。「大幅」な拡大に関し、特定の数字は念頭に置いていないとしている。なお、物価に関しては基調的な上昇圧力は年内にやや高まる見通しを持ちつつも、低調な賃金上昇圧力や過去のユーロ高を反映して、圧力は総じて抑制されると予想している。

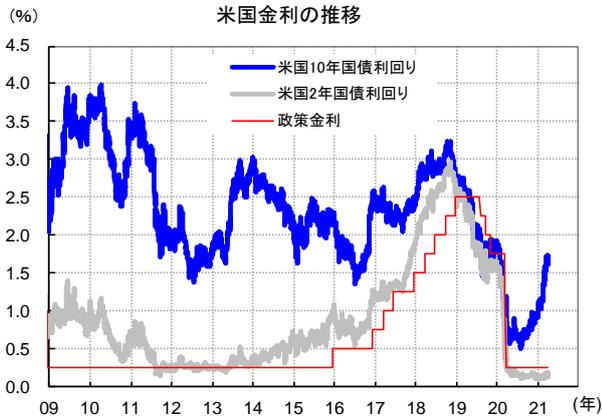
ユーロ圏内では、一部で感染拡大の動きもみられ、引き続き予断を許さない。一方で、製造業を中心に景況感は大幅な持ち直しがみられ、物価についてもドイツのVAT(付加価値税)引き下げ終了という技術的要因の影響もあるだろうが、インフレ率HICP(ユーロ圏消費者物価指数)は前年比1.3%上昇と着実な回復を見せている。こうした状況を踏まえると、物価上昇圧力に目配りしつつ、新型コロナウイルスの感染動向と経済活動の状況を勘案しながら、当面は現行の金融政策を維持しよう。

○ 長期金利

ドイツの長期金利は昨年4月以降、マイナス0.6%程度からマイナス0.3%程度をコアレンジとして、この付近で推移してきた。しかし今年に入ってから、米国の長期金利が大幅上昇するなか、ドイツの金利もそれに連れてマイナス0.2%に迫る動きを見せた。その後は0.3%前後での推移が続いている。ラガルド総裁などから、金利上昇をけん制する発言がなされている。特にラガルド総裁は、「投資家はいくらかでもECBを試すことができる」と挑発的な発言をし、例外的な手段についてもほのめかすなど、相当神経を尖らせている模様である。もっとも米国金利に連れての上昇といった可能性やユーロ圏経済の回復なども金利上昇圧力となる。総じて緩やかな金利上昇を予想する。

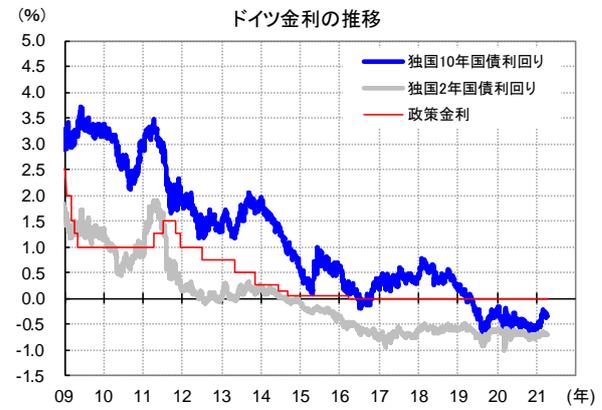
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

(米国) 10年金利は1.7%近傍で推移



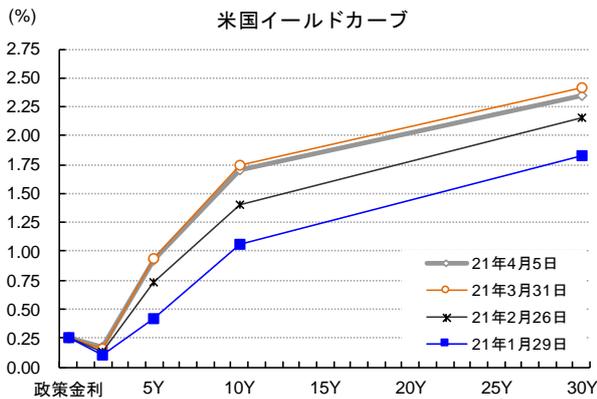
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 10年金利はマイナス0.3%近傍で推移



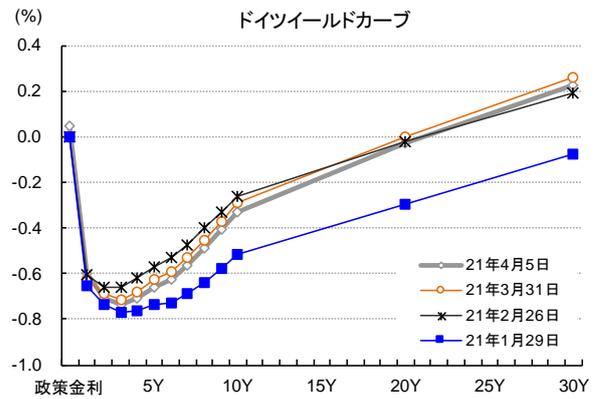
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 中期から超長期ゾーンが上振れ



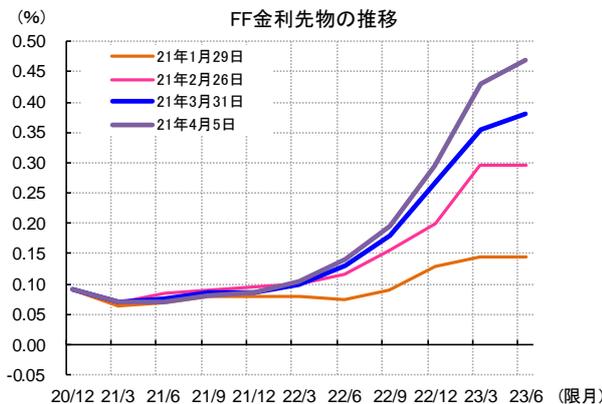
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ドイツ) 米国と比べて限定的な動き



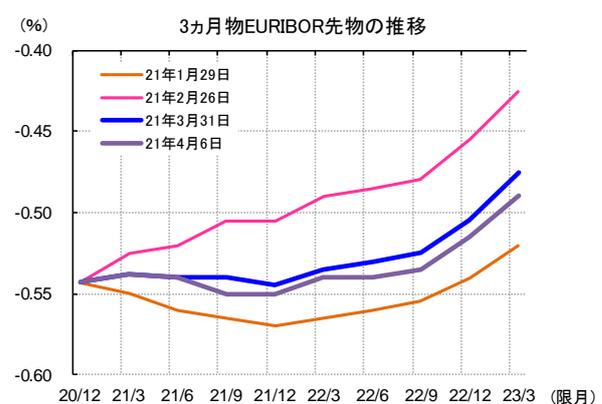
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 先物市場では来年の政策金利引き上げ観測が拡大



出所: Bloomberg より TDAM 作成

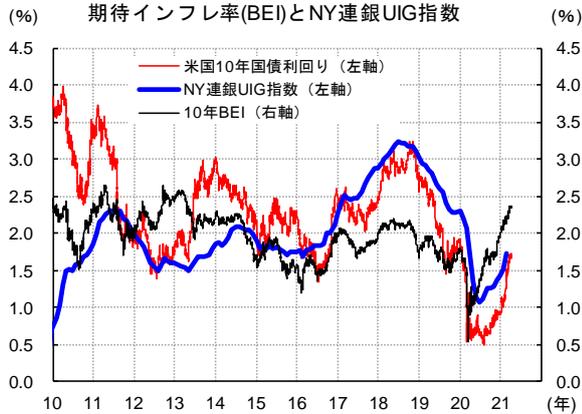
(ユーロ圏) これまで高まっていた利上げ観測が後退



注: EURIBOR は欧州銀行間貸出金利でユーロ圏の短期指標金利。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

(米国) UIG 指数は低水準ながらも上昇気味



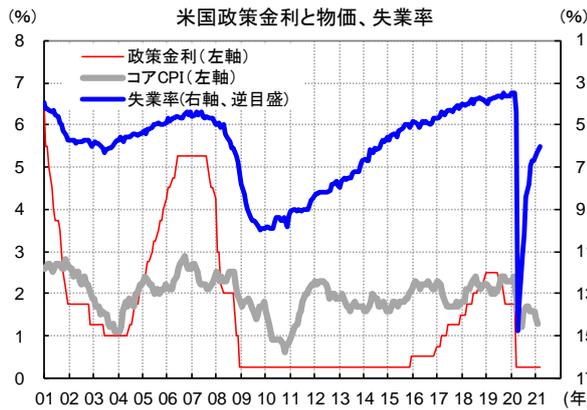
注: NY 連銀 UIG(=Underlying Inflation Gauge) 指数は、ニューヨーク連銀のスタッフが実体経済や金融指標を用いて算出した基調的な物価指標
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) 社債スプレッドは BB 格がタイト化気味



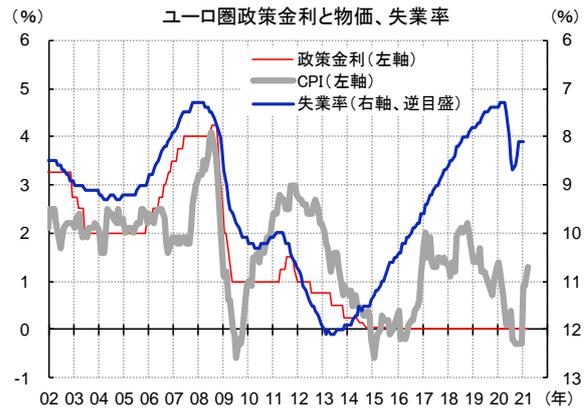
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(米国) FRBは緩和姿勢を維持しつつも、物価と労働市場によって変化する可能性



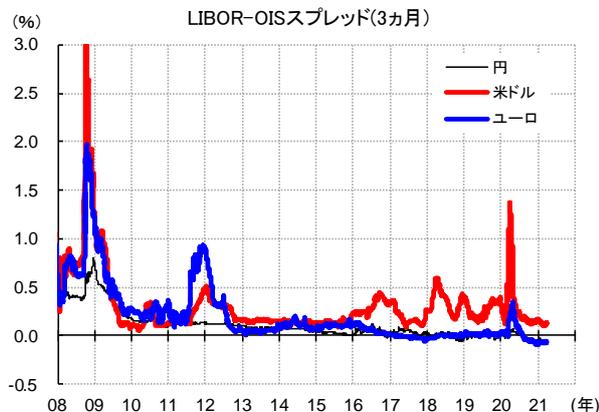
出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) ECBは緩和姿勢を維持しつつも、物価動向によって変化する可能性



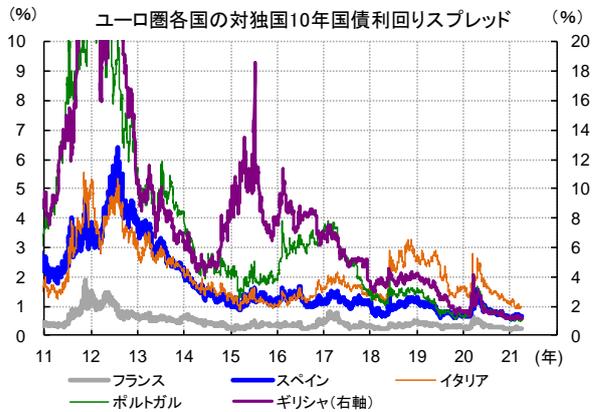
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米ドルの LIBOR-OIS スプレッドは急拡大した後、足許では沈静化



注: LIBOR(ロンドン銀行間取引金利)OIS(オーバーナイトインデックススワップ)の略。市場参加者の政策金利予想を反映している。
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

(ユーロ圏) 各国の対独スプレッドは乱高下した後、足許にかけて縮小



出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

2. 株式

2-1. 国内株式

各種不確実性が高いものの、次第に経済が回復し、株価も緩やかに上昇すると見込む。

〔需給動向〕

3月26日終了週までの直近4週間の現物と先物を合計した週次データをみると外国人投資家の売り越し買い越しが入り混じる展開となっている。年初来、個人投資家はほとんどの週において、外国人投資家と逆の方向で売買をしていたことがうかがえる。外国人投資家が市場の方向を左右しつつ、個人投資家は引き続き「逆張り」姿勢で臨んでいたことがうかがえる。こうした状況を踏まえると、株価下落局面では引き続き個人投資家がある程度は下落圧力を和らげるだろう。

〔バリュエーション〕

東証一部市場全体のPBRは1.42倍、PERは12ヵ月先予想ベースで17.5倍程度(過去5年平均:14.1倍、過去10年平均:13.8倍)、配当利回りと10年国債利回り差は1.76%程度である(数値は4月2日現在)。

〔業績動向〕

東証一部企業の2020年度の業績については、前月と比べて1.3%ptほど上方修正されて21.5%ほどの経常減益が予想されている。他方、2021年度については40.8%増益が予想されている。前月と比べて1.5%ptほどの下方修正がされている。

〔株価見通し〕

株式市場は、2020年3月をボトムに、上昇基調を続けて、今年の2月には歴史的な大台である3万円台にも到達した。もっとも、米国の金利上昇が米国株の重しとなり下落した場面では、日本株も連れて下落するなどしたほか、日銀のETF買い入れ方針が変更となり日経平均が下落する場面も見られた。

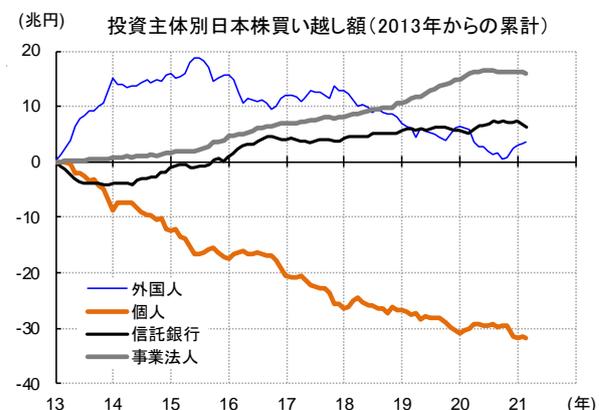
日本経済に関しては、3月の「短観」において、大企業・製造業の業況判断指数が、前回の2020年12月調査より15ポイント上昇し5となった。2019年12月調査ではくしくも分水嶺の0であったが、これを明確に越したことは前向きに評価できる。3月調査では落ち込む傾向が見られる設備投資計画は、大企業全産業が前年度比3.0%増と力強さを見せた。これは2020年度の落ち込みを映じてと思われるが、製造業が3.2%増、非製造業が2.9%増といずれも堅調である。また、大企業製造業の2021年度の想定為替レートは105.38円と慎重な見方をしている。足許の為替水準が続けば業績には追い風となろう。ワクチンの普及は他の先進国に出遅れているが、そうしたなかでも景況感が改善していることを踏まえると、株価に関してもやや前向きな評価ができるだろう。米中関係の悪化懸念や半導体などの一部製品の供給懸念などがありつつも、株価は緩やかに上昇するとみている。

2月までの3ヵ月移動平均では、外国人投資家は買い越し



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

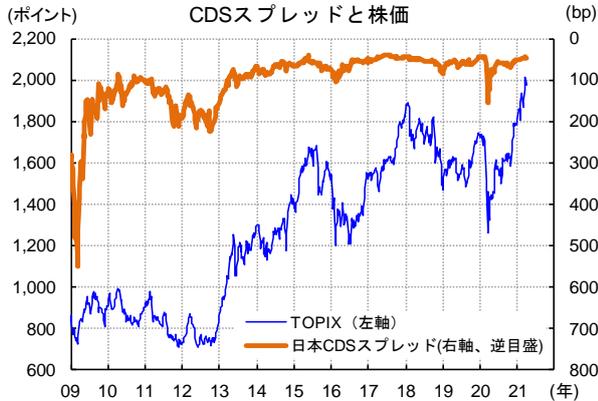
外国人投資家の買い越し額(2013年からの累計)は足許増加



出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

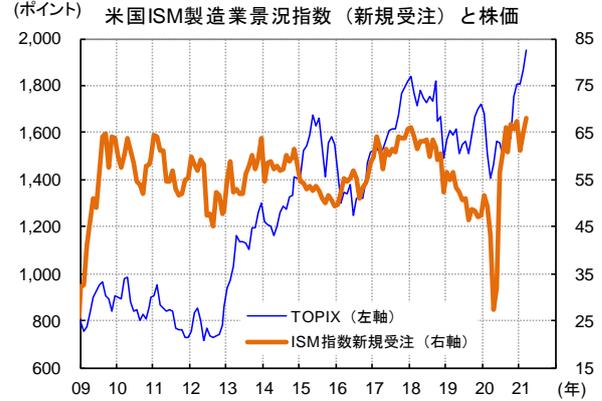
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

CDS スプレッドは沈静化した後、概ね横ばい推移



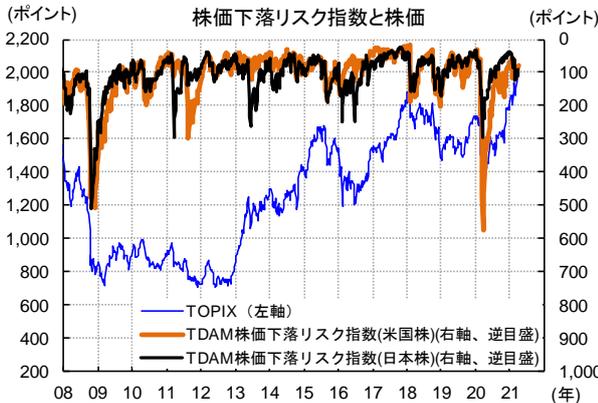
出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

米国の景況感指数が高水準で推移するなか、株価は比較的堅調



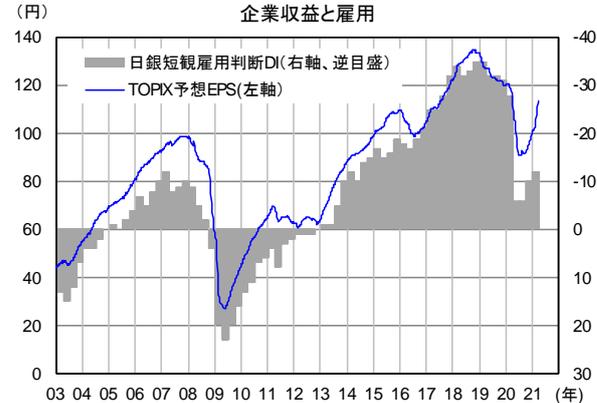
出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

足許で日本株の株価下落リスク指数は上昇



注: TDAM 株価下落リスク指数とは、T&D アセットマネジメントが、株価動向をもとに、下落方向に特化してリスクの度合いを指数化したもの。
出所: 東京証券取引所、Bloomberg より TDAM 作成

企業収益見通し、雇用判断 DI とも改善



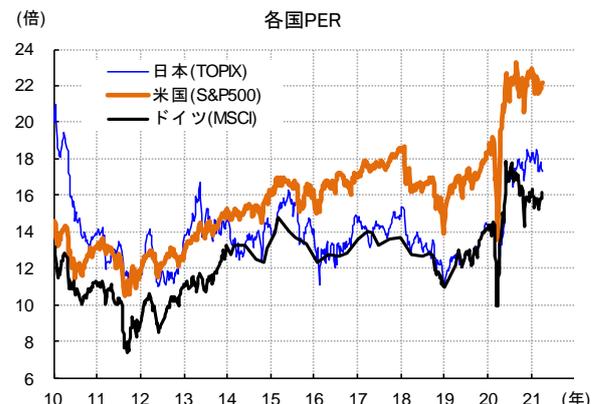
出所: 東京証券取引所、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

ドルベースの日本株は過熱気味



出所: 日本経済新聞社、Bloomberg より TDAM 作成

日本株のバリュエーションは過去5年平均を上回る水準



注: 各国PER は、12 カ月先予想ベース。
出所: 東京証券取引所、ドイツ証券取引所、スタンダード&プアーズ、MSCI、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

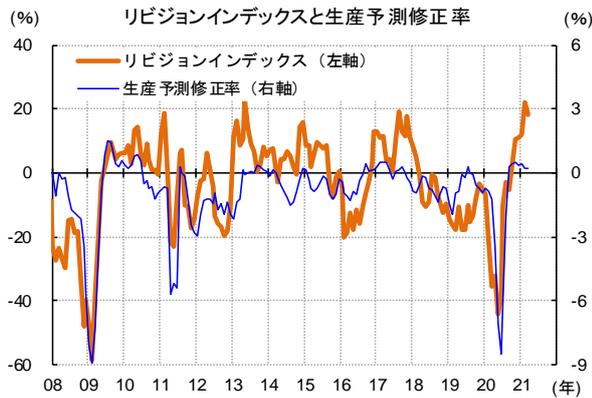
【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

20 年度の日本企業収益は前年度比 21.5%程度の経常減益を見込む

	2019年度:前年比			2020年度(予想):前年比			2021年度(予想):前年比		
	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業	全産業	製造業	非製造業
売上高	▲2.0%	▲2.9%	▲1.1%	▲7.7%	▲8.7%	▲6.8%	+7.4%	+9.4%	+5.5%
(修正率)				+0.1%	+0.5%	▲0.4%	+0.6%	+0.3%	+0.9%
経常利益	▲19.8%	▲28.3%	▲12.7%	▲21.5%	▲14.6%	▲26.2%	+40.8%	+51.2%	+32.6%
(修正率)				+1.3%	+2.0%	+0.7%	▲1.5%	▲2.3%	▲1.1%
当期利益	▲31.9%	▲42.2%	▲22.4%	+6.9%	+20.2%	▲2.2%	+33.0%	+47.6%	+20.7%
(修正率)				+6.5%	+9.2%	+4.7%	▲4.8%	▲6.4%	▲4.0%

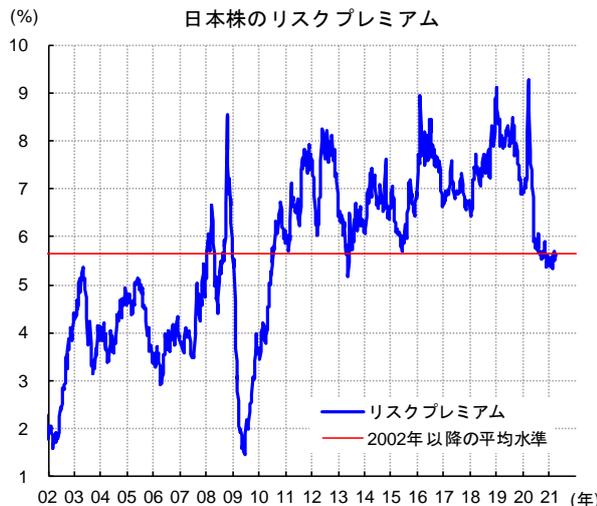
注: 東証一部上場企業のうち、3月決算企業を集計。データは4月5日現在。
 修正率は3月3日データとの差。
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

リビジョンインデックスはやや頭打ち気味



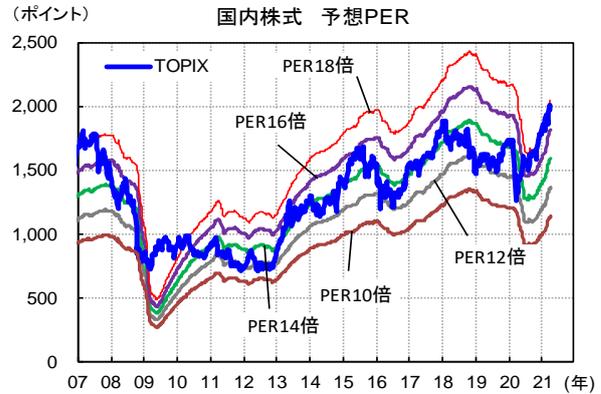
出所: 経済産業省、FACTSET より TDAM 作成

リスクプレミアムは6%近傍



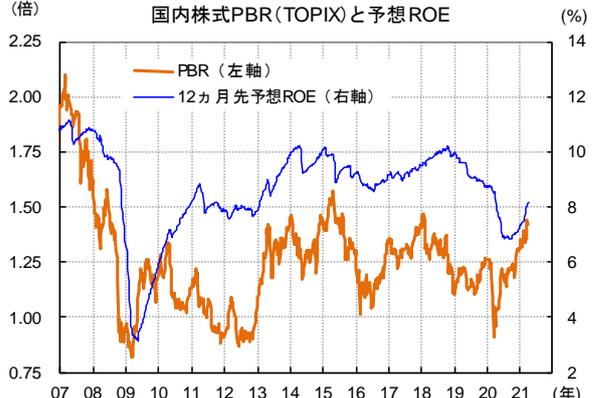
出所: 東京証券取引所、Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

予想PER(12ヵ月先)は足許 17.3 倍程度



注: 12ヵ月先予想ベース。
 出所: 東京証券取引所、FACTSET、Bloomberg より TDAM 作成

足許、PBRは 1.42 倍、予想 ROE は 8.19%



出所: 東京証券取引所、Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

リスクプレミアムを6%と仮定すると、TOPIX は 1,890 ポイント近傍で推移する可能性

予想ROEとリスクプレミアムによるPBR、株価マトリクス

【予想ROE、リスクプレミアムの水準から推計されるPBR水準】 (倍)

		予想ROE					
		6% (85.7)	7% (100.0)	8% (114.2)	9% (128.5)	10% (142.8)	11% (157.1)
リスクプレミアム	4%	1.46	1.70	1.94	2.18	2.43	2.67
	5%	1.17	1.37	1.56	1.76	1.95	2.15
	6%	0.98	1.14	1.31	1.47	1.63	1.80
	7%	0.84	0.98	1.12	1.26	1.40	1.54
	8%	0.74	0.86	0.99	1.11	1.23	1.35
9%	0.66	0.77	0.88	0.99	1.10	1.21	

【予想ROE、リスクプレミアムの水準から推計されるTOPIX】 (ポイント)

		予想ROE					
		6% (85.7)	7% (100.0)	8% (114.2)	9% (128.5)	10% (142.8)	11% (157.1)
リスクプレミアム	4%	2,080	2,426	2,773	3,119	3,466	3,812
	5%	1,673	1,952	2,231	2,510	2,789	3,068
	6%	1,400	1,633	1,867	2,100	2,333	2,567
	7%	1,203	1,404	1,604	1,805	2,006	2,206
	8%	1,055	1,231	1,407	1,583	1,759	1,934
9%	939	1,096	1,253	1,409	1,566	1,722	

注: 括弧は、BPS1,404 円の場合のEPS水準
 出所: 東京証券取引所、Bloomberg、TDAM 予想

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

2-2. 外国株式

米国経済の堅調さが企業業績を支えつつ、一方でFRB(連邦準備制度理事会)の緩和姿勢はしばらく維持されるなか株価は緩やかに上昇すると予想。

[米国株式]

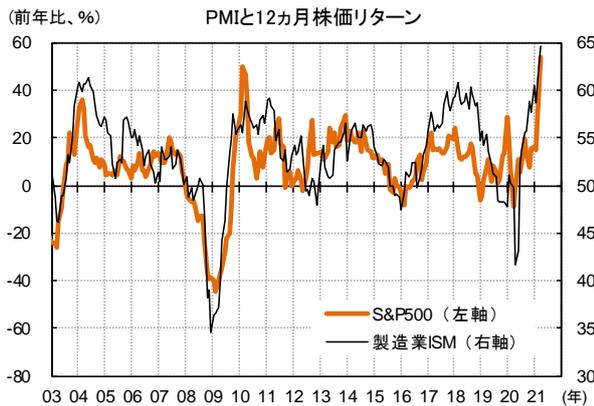
S&P500のバリュエーションは、12ヵ月先予想EPSベースのPERでは22.2倍程度と過去の平均的な水準(過去5年平均:18.0倍、過去10年平均:16.1倍程度)を明確に超えて、割高感が生じている。ただ、先行きの業績改善を見越した動きとも言えよう。なお、PER算出の基礎となるS&P500対象企業の業績(EPS)は、2020年および2021年についてそれぞれ2%の増益と21%程度の増益が予想されている(数値は4月2日現在)。

2月以降、米国株についても、米国の長期金利の動向を受けて変動が激しくなる場面がみられた。また、バランスファンドのリバランスと思われる動きも株価を下押しするなど、高値圏にありながらやや不安定な状況もみられた。

もともと米国経済は堅調で企業業績の改善が期待される。既に相応の業績改善が織り込み済みと思われるが、バイデン政権のインフラ投資計画や既往の経済対策が米国経済を過熱化させる可能性は相応にあり、業績がさらに上方修正される可能性もあるとみている。PERについては割高との声も聞かれるが、こうした業績の上方修正を前提にすれば割高感もある程度解消する。景気循環調整後の株価収益率(CAPE)や益利回りと長期金利差の差分「イールド・スプレッド」をもとに、株価が割高という議論がされる場合もあるが、いずれもEPSが上方修正されることにより、割高度合いは軽減されよう。特に時間の経過とともに来年のPERに比重を置くこととなれば、さらに割高度合いは修正されるとみている。

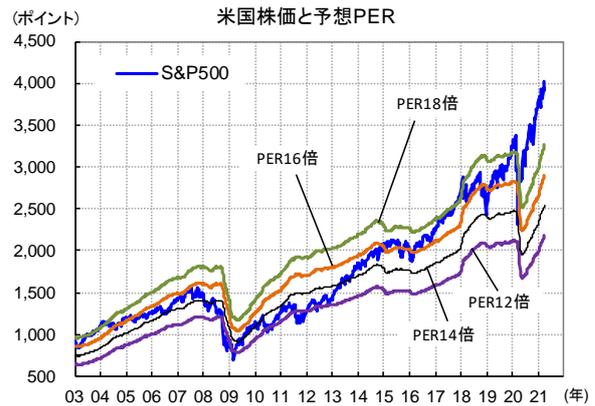
FRBが緩和姿勢を後退させれば、株価は一時的に調整する可能性もある。こうした警戒感もあることから、上昇ペースは限られるとみているが、長期的には緩やかな上昇基調を予想する。

米国の景況感指数が堅調に推移し、株価も堅調に推移



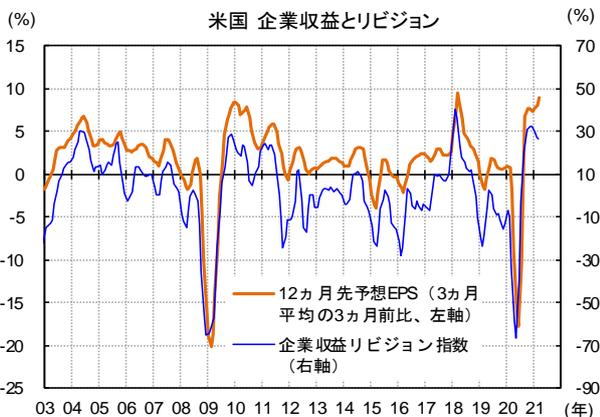
出所: Bloomberg より TDAM 作成

米国株の予想PERは足許 22.2 倍程度



出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

リビジョンインデックスは大きく上昇した後、小幅低下



注:12ヵ月先予想EPSはS&P500のデータを使用。
出所: FACTSET より TDAM 作成

雇用情勢は回復途上の方、株価は上昇基調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

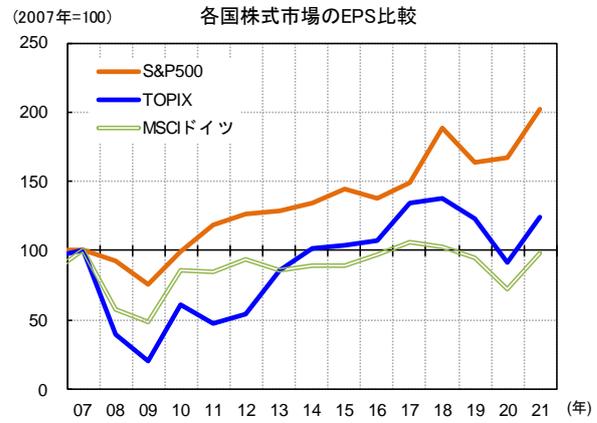
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

欧州の株価も比較的堅調



出所: Bloomberg、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

予想利益成長率(20年、21年)は、米国:2%、21%、日本:-25%、35%、ドイツ:-24%、36%



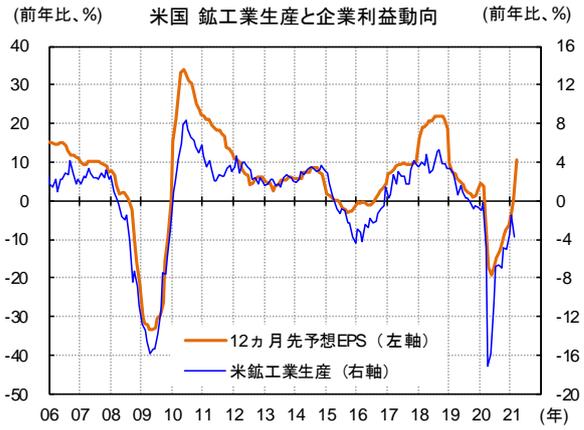
注: 19年までは実績EPS、20年以降は予想EPS
出所: 東京証券取引所、MSCI、FACTSET より TDAM 作成

12ヵ月予想EPSは過去最高値付近まで回復



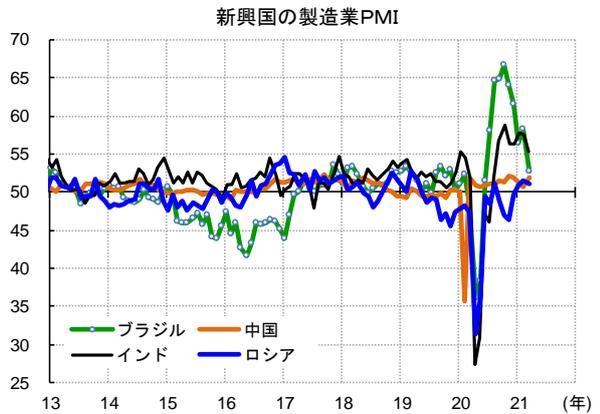
注: 12ヵ月予想EPSは、S&P500のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

12ヵ月先予想EPS、鉱工業生産とも回復傾向



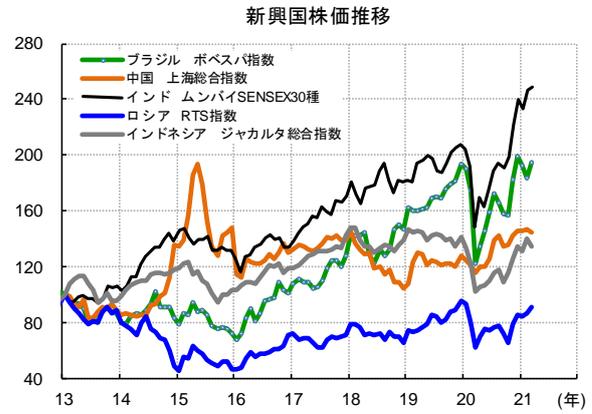
注: 12ヵ月予想EPSは、S&P500のデータを使用。
出所: Bloomberg、FACTSET より TDAM 作成

ブラジルの景況感が大きく悪化



出所: Bloomberg より TDAM 作成

新興国5カ国の株価は足許でまちまちの動き



注: 2013年1月末の株価を100(基準値)として指数化。
出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

3. 為替

3-1. ドル円

日米金利差の動向と日本の経常収支悪化から緩やかな円安になると予想。

2021年に入ってからドル円相場は103円台を中心とした動きが続いていたが、足許は110円台にのせるなど大幅上昇している。日米金利差のみならず、円安が進行したこともドル円相場に影響をしている。

2021年以降、米国の長期金利の上昇が鮮明化しており、日米金利差が拡大するなかでドル高円安が進行した。こうした動きは今後も続くこととみえており、更なるドル円の上昇が予想される。加えて、投機筋による円売りもドル円上昇の要因となった。円の投機筋のポジションは既往の買い越しから売り越しに転じており、ドル高だけではなく、円安も影響したと考えられる。円安の要因については、日本における新型コロナウイルスワクチンの普及と遅れに加えて日本の経常収支悪化懸念も指摘されている。新型コロナウイルスワクチンは時間の経過とともに普及すると思われるが、経常収支についての下押しはしばらく続くことと予想する。即ち円が売られやすい構図が続くと予想する。

もっとも、実質実効為替の長期平均からの乖離は円安方向に25%となっており、節目の30%に迫っている。こうした状況を踏まえると、ドル円の上昇ペースは次第に緩やかなものとなる。

3-2. ユーロドル

金融政策当局者の姿勢の違いから緩やかなユーロ安を予想。

ユーロ圏においても米国においても、緩和的な金融政策と各種経済対策が物価上昇に寄与すると思われるが、足許における米国の物価上昇率はユーロ圏のそれよりも高く、今後の展開を見通しても目標達成までの道のりが近いように思われる。米国では住宅価格の上昇が顕著でバブル気味の様相を呈している。こうした環境下において、金利上昇はバブルを抑制する調整弁として機能することからか、パウエル議長をはじめFRB当局者は金利上昇に対してECBの当局者ほどは神経質ではない模様である。米国の金利上昇はドイツの金利上昇に比べてペースが速く顕著な動きであるにもかかわらず、FRB当局者は比較的寛容な姿勢を示している。口先だけのけん制に留めている感が否めない。こうした姿勢は、実際の金融政策でも違いを生む可能性があると考えられる。FRBがECBよりも早く金融緩和策を後退させると予想する。こうしたなか、ユーロはドルに対して緩やかながらも軟調に推移すると見込む。

米国の実質金利上昇を背景に、ドルは対円で上昇



注: 実質金利は、5年インフレスワップレートから推計される期待インフレ率を5年国債利回りから差し引いて計算
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

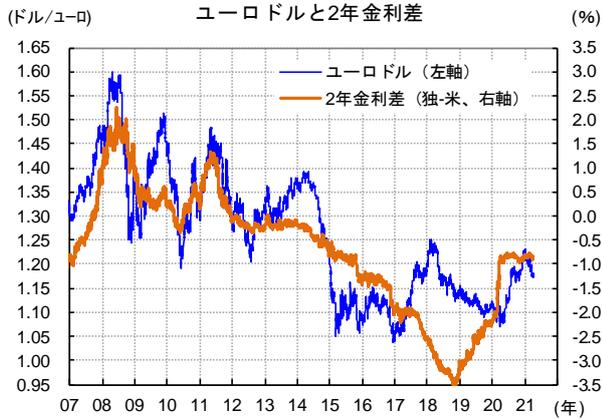
足許はドイツの実質金利が低下するなか、ユーロが横ばい圏



注: 実質金利は、5年インフレスワップレートから推計される期待インフレ率を5年国債利回りから差し引いて計算
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

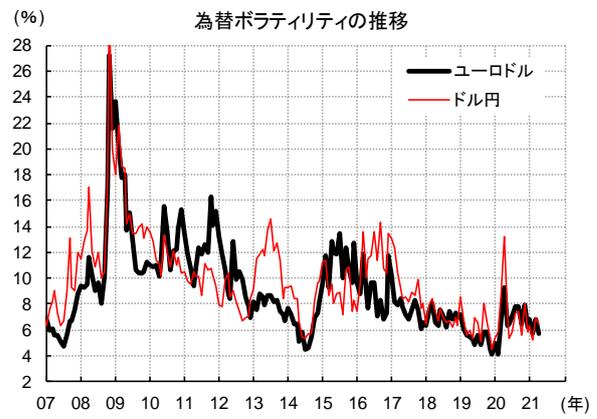
【ご留意事項】 本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

足許では金利差は概ね横ばいで推移するなか、ユーロドルは下落



出所: Bloomberg より TDAM 作成

ドル円、ユーロドルともにボラティリティは比較的安定推移



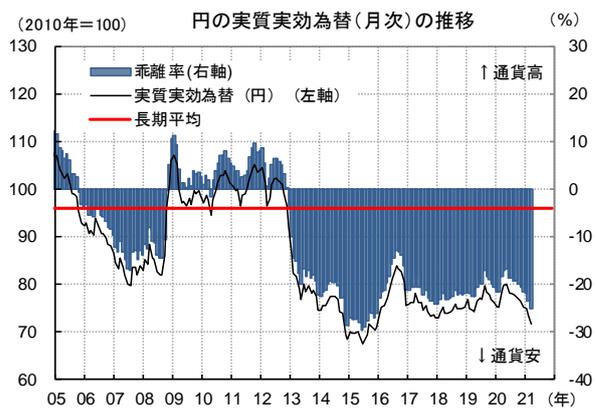
注: ボラティリティは、1 ヵ月 ATM オプション価格より算出した予想変動率。
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

金属価格指数は経済正常化期待もあって大幅上昇



出所: Bloomberg より TDAM 作成

円の実質実効為替の長期平均からの乖離率は円安方向に 25%程度



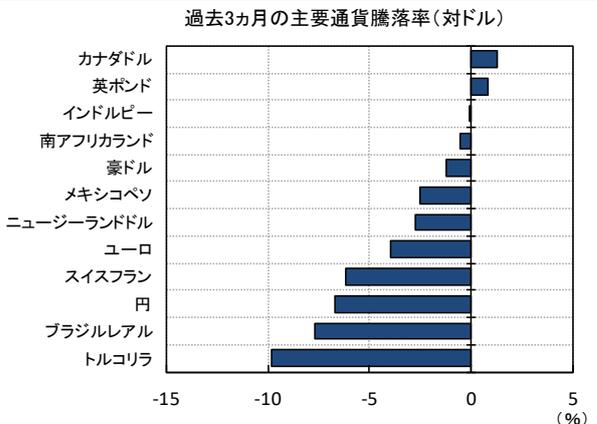
注: 「長期平均」は 1995 年 1 月～2020 年 12 月。「乖離率」はこの「長期平均」からの乖離率。
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

新興国通貨は比較的軟調



出所: Bloomberg より TDAM 作成

足許では各国の事情もありブラジルレアル、トルコリラが下落



注: 計算期間は 2020 年 12 月 31 日～2021 年 3 月 31 日
 出所: Bloomberg より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

4. 市場見通し(まとめ)

			実績		予想							
			前月作成時 2021年 3月4日	今月作成時 2021年 4月5日	2021年4~6月期		2021年7~9月期		2021年10~12月期		2022年1~3月期	
日本	政策金利	%	-0.10	-0.10	-0.10	~-0.10	-0.10	~-0.10	-0.10	~-0.10	-0.10	~-0.10
	10年国債利回り	%	0.13	0.12	-0.10	~0.20	-0.10	~0.20	-0.10	~0.20	-0.10	~0.20
	TOPIX	ポイント	1,885	1,984	1,880	~2,270	1,880	~2,270	1,890	~2,280	1,910	~2,300
	日経平均	円	28,930	30,089	27,900	~33,800	27,900	~33,800	28,000	~34,000	28,300	~34,300
米国	FFレート	%	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00	~0.25	0.00	~0.25	0.00	~0.25	0.00	~0.25
	10年国債利回り	%	1.57	1.70	1.50	~1.90	1.50	~2.00	1.60	~2.10	1.70	~2.10
	S&P500	ポイント	3,768	4,078	3,770	~4,570	3,770	~4,570	3,810	~4,620	3,890	~4,710
	NY ダウ	ドル	30,924	33,527	31,510	~38,150	31,510	~38,150	32,140	~38,910	32,140	~38,910
ユーロ圏	中銀預金金利	%	-0.50	-0.50	-0.50	~-0.50	-0.50	~-0.50	-0.50	~-0.50	-0.50	~-0.50
	10年国債利回り	%	-0.31	-0.33	-0.50	~-0.10	-0.50	~0.00	-0.40	~0.00	-0.30	~0.00
	DAX	ポイント	14,056	15,107	14,080	~17,040	14,080	~17,040	14,220	~17,210	14,500	~17,550
為替	ドル円	円/ドル	107.98	110.18	106	~114	107	~116	108	~117	108	~117
	ユーロドル	ドル/ユーロ	1.197	1.181	1.13	~1.22	1.12	~1.21	1.11	~1.20	1.11	~1.20
	ユーロ円	円/ユーロ	129.24	130.14	124	~135	125	~135	125	~135	125	~135

出所: 東京証券取引所、日本経済新聞社、スタンダード&プアーズよりTDAM作成。TDAM予想。

〔日本 長期金利〕



出所: BloombergよりTDAM作成

〔日本 株価〕



出所: 東京証券取引所、BloombergよりTDAM作成

〔米国 長期金利〕



出所: BloombergよりTDAM作成

〔米国 株価〕



出所: BloombergよりTDAM作成

*「市場見通し(まとめ)」は、本資料作成時における見解であり、将来を示唆、保証するものではありません。

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

〔ドイツ 長期金利〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔ドイツ 株価〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替 ドル円〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替 ユーロドル〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

〔為替 ユーロ円〕



出所: Bloomberg より TDAM 作成

*「市場見通し(まとめ)」は、本資料作成時における見解であり、将来を示唆、保証するものではありません。

【当資料で使用するデータについて】

・MSCI ドイツインデックスおよび MSCI 英国インデックスは、MSCI が開発したドイツおよび英国の株式市場全体の動きを捉える株価指数です。同指数に関する情報は、信頼の置ける情報源から得たものでありますが、その正確性及び完全性を MSCI は何ら保証するものではありません。その著作権は MSCI に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他あらゆる形態を用い、またはあらゆる情報保存、検索システムを用いて出版物、資料、データ等の全部または一部を複製・頒布・使用等することは禁じられています。

・「日経平均株価」(日経平均)に関する著作権、知的所有権その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。日本経済新聞社は日経平均株価を継続的に公表する義務を負うものではなく、その誤謬、遅延又は中断に関して責任を負いません。

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認ください、お客様ご自身でご判断ください。

【参考】当面の主要な政治・経済カレンダー

月曜日	火曜日	水曜日	木曜日	金曜日
			4/1 (米)2月建設支出 (米)3月ISM製造業景況指数 (米)3月自動車販売台数	4/2 (米)3月雇用統計
4/5 (米)3月ISM非製造業景況指数	4/6 (日)2月家計調査	4/7 (米)2月貿易収支 (米)3/16-17分FOMC議事録	4/8 (日)3月消費者態度指数 (日)3月景気ウォッチャー調査	4/9 (中)3月CPI
4/12	4/13 (中)3月貿易収支 (米)3月NFIB中小企業楽観指数 (米)3月CPI	4/14 (日)2月機械受注	4/15 (米)2月企業在庫 (米)3月小売売上高 (米)3月鉱工業生産 (米)4月NY連銀製造業景況指数 (米)4月NAHB住宅市場指数 (米)4月フィラデルフィア連銀景況指数	4/16 (中)3月鉱工業生産 (中)3月固定資産投資 (中)3月小売売上高 (中)1-3月期GDP (ユーロ圏)3月CPI(確報値) (米)3月住宅着工・建設許可件数 (米)4月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)
4/19 (日)3月貿易収支	4/20	4/21	4/22 (ユーロ圏)ECB理事会 (米)3月中古住宅販売件数 (米)3月景気先行指数	4/23 (日)3月CPI (ユーロ圏)4月PMI(速報値) (米)3月新築住宅販売件数 (米)4月Markit 製造業PMI(速報値)
4/26 (独)4月IFO景況感指数 (米)3月耐久財受注(速報値)	4/27 (日)日銀金融政策決定会合(結果発表) (米)2月S&P・コアロジック/ケース・シラー米住宅価格 (米)4月消費者信頼感指数	4/28 (米)FOMC結果発表	4/29 昭和の日 (ユーロ圏)3月マネーサプライ (米)3月中古住宅販売契約指数 (米)1-3月期GDP(一次速報値) (米)1-3月期個人消費支出	4/30 (日)3月失業率 (中)4月製造業PMI (ユーロ圏)1-3月期GDP(一次速報値)

注: 4月6日時点。公表予定日、公表時刻は変更される場合があります。*は日時未確定。

出所: Bloomberg、各種 HP より TDAM 作成

【ご留意事項】本資料は、T&D アセットマネジメントが情報提供を目的として作成した参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。ご投資にあたっては、P31 のリスクや費用項目を必ずご確認いただき、お客様ご自身でご判断ください。

【リスク情報】

(1) 国内株式

発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動して、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて株価の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。発行者が民事再生手続や破産等になった場合、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。

(2) 外国株式

前述した国内株式に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。発行者が主に外国で企業活動を行っており、外国の証券取引所(または店頭市場)に上場されていることから、各国における政治・経済・社会情勢の変動等により、企業業績の悪化、株式の売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また、通貨不安の発生により、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建株式の取扱いは、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

(3) 国内債券

債券の価格は金利の変動等により上下しますので、償還前に売却する場合には、投資元本を割込むことがあります。また発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割込むことがあります。

(4) 外貨建債券

前述した国内債券に関するリスクに加えて、外国為替市場の変動により投資元本を日本円で受取る場合、投資元本を割込むことがあります。外国の政府や企業が発行者となる場合、国内債券と同様に信用リスクがあります。外国における政治・経済・社会情勢の変動等により、売買が制限される等、売買や受渡等が不能になる場合があります。また通貨不安が発生して、大幅な為替変動が起こり、円への交換が制限される、あるいはできなくなる場合があります。そのほか外貨建債券の取扱いは、それぞれの外国の売買制度や課税制度等に準じますが、これら制度等の変更が行われる場合があります。

(5) 国内新株予約権付社債

国内新株予約権付社債の価格は、発行会社等の株式の価格変動や金利変動の影響、あるいは発行会社等の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により上下しますので、投資元本を割込むことがあります。流動性の低い銘柄においては、流動性の高い銘柄に比べて価格の変動率が大きく、売買に支障をきたす可能性があります。発行会社等が民事再生手続や破産、あるいは債務不履行等になった場合、利払いが行われなくなる・全額が償還されなくなることがあります。また、投資元本を大幅に下回り、全額を回収できなくなることがあります。新株予約権の行使期間には制限があります。

(6) 投資信託

組入れた有価証券の価格変動により基準価額が変化し、投資元本を割込むことがあります。また組入れた有価証券の発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により投資元本を割込むことがあります。外貨建の有価証券を組入れる場合には、これらのリスクに加え外国為替市場の変動により、投資元本を割込むことがあります。なおクローズド期間中は換金ができないよう設定されています。

(7) 先物・オプション取引

対象とする原資産等の変動により価格が上下しますので、これにより差損が生じることがあります。またオプション取引の場合、オプションを行使できる期間が限定されています。

【お客様にご負担いただく費用等について】

投資信託に係る費用等について

- ◇ 投資者が直接的に負担する費用： 購入時手数料・・・**上限 4.40%(税込)**
信託財産留保額・・・**上限 解約金額・償還金額の 0.500%または1口(設定時1口1万円)あたり 250 円**
- ◇ 投資者が信託財産で間接的に負担する費用： 運用管理費用(信託報酬)・・・**上限 年 2.035%(税込)**
- ◇ その他費用・手数料： 上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託証券を組み入れる場合には、間接的にご負担いただく費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの間接的な費用のご負担額に関しましては、その時々各投資信託証券の組入比率や取引内容等により金額が変動しますので、予めその料率、上限額等を具体的に示すことができません。
- ※ 当該手数料等の合計額については、投資者がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。
- ※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、T&D アセットマネジメントが運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なります。詳しくは**投資信託説明書(交付目論見書)**でご確認ください。

投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬等について

- (1) 投資一任契約、投資顧問契約に係る報酬額は、下記①または①と②の組合せにより、お客様との協議に基づいて決定させていただきます。
 - ① 定率報酬型
お客様の契約資産額に、一定の料率を乗じて算出します。料率は 2.0%(年率、税抜き)を上限とし、契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により報酬額を決定させていただきます。
 - ② 成功報酬型
成功報酬の割合については、予め取り決めたベンチマーク等を超過した収益部分の 20%(年率、税抜き)を上限とし、お客様の契約資産額や運用手法、サービス内容等の事情に鑑み、個別協議により決定させていただきます。
- (2) その他証券取引に伴う手数料、有価証券売買時に売買委託手数料、外貨建資産の保管等に要する費用等。(その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。)
- (3) 報酬額には消費税相当額が上乗せされます。
- (4) その他契約資産において株式等を保有している場合には、配当金等に対して、源泉税等がかかります。
- ※ 投資一任契約締結後、運用資産に投資信託受益証券等を組入れる場合には、当該投資信託受益証券等の購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等はおお客様のご負担となります。
- ※ 上記で組入れた受益証券等に係る財産が他の投資信託受益権等に出資され、または拠出される場合にかかる費用については、投資対象が多岐にわたり、条件等も異なること、また随時投資対象が変更されることから、購入・保持にかかる信託報酬・手数料・管理費用・税金等については、予め明示できません。